

VIERTES KAPITEL

Von der Bankenkrise zur Schuldenkrise und wieder zurück

- I.** Das europäische Bankensystem wieder in Gefahr
- II.** Die Zwillinge: Bankenkrise und Schuldenkrise
 - 1. Schuldenkrisen und Versagen der Märkte für Staatsanleihen
 - 2. Die internationale Debatte um einen effektiven Ordnungsrahmen
 - 3. Ein effektiver langfristiger Ordnungsrahmen für den Euro-Raum
- III.** Der Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten
 - 1. Kein effektives Aufsichts- und Insolvenzregime für systemrelevante Finanzinstitute
 - 2. Unzureichende Widerstandskraft
 - 3. Wie viel Eigenkapital ist genug?

Literatur

Das Wichtigste in Kürze

Europäisches Bankensystem wieder in Gefahr

Nachdem das europäische Bankensystem im Sommer 2011 in eine erneute Vertrauenskrise geraten war, sah sich die Politik gezwungen, mit weitreichenden und koordinierten Maßnahmen zu reagieren. Die harte Kernkapitalquote für die großen europäischen Banken soll auf 9 vH angehoben und ein außerordentlicher Puffer für risikoreiche Staatsanleihen angelegt werden. Banken, die diese Anforderungen bis Mitte des Jahres 2012 nicht erfüllen, werden von den jeweiligen Staaten oder von der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) rekapitalisiert. Grundsätzlich wird mit deutlich höheren Eigenkapitalpuffern ein Schritt in Richtung eines weniger anfälligen Systems unternommen, wenngleich die Gefahr einer Einschränkung der Kreditvergabe und eines Verkaufsdrucks auf Staatsanleihen nicht ausgeschlossen werden kann. Endgültig wird es nur dann gelingen, das Finanzsystem zu stabilisieren, wenn das Vertrauen in die Haushaltssituation der Problemstaaten im Euro-Raum wieder hergestellt ist.

Staatsschuldenkrisen: ein langfristiger Ordnungsrahmen für den Euro-Raum

Aus den Erfahrungen vergangener Schuldenkrisen und der Debatte um die internationale Finanzarchitektur können Gestaltungsprinzipien für einen effektiven Ordnungsrahmen im Euro-Raum abgeleitet werden. Bestandteile dafür sind: Erstens ein Versicherungselement für Länder mit Liquiditätsproblemen, die sich durch Wohlverhalten für die Versicherungsleistungen präqualifizieren müssen; zweitens weitergehende Unterstützung mit strikten Auflagen sowie drittens ein transparenter, vorhersehbarer und glaubwürdiger Mechanismus zur Beteiligung des privaten Sektors bei Solvenzproblemen. Der Sachverständigenrat schlägt einen Ordnungsrahmen vor, der diesen Anforderungen genügt: Länder mit einer Schuldenstandsquote unter 60 vH würden bei Liquiditätsproblemen für einen Kredit des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) präqualifiziert sein; zwischen 60 vH und 90 vH Schuldenstandsquote wäre der Zugang zum ESM nur mit strikten Auflagen und über 90 vH nur mit einer automatischen Beteiligung des privaten Sektors möglich. Dieser Ordnungsrahmen soll präventiv wirken, indem er die Regeln für Haftung und Marktdisziplin festschreibt und vorhersehbar macht. Er kann deshalb in dieser Form erst auf mittlere Sicht, nach der Überwindung der Staatsschuldenkrise eingeführt werden.

Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten

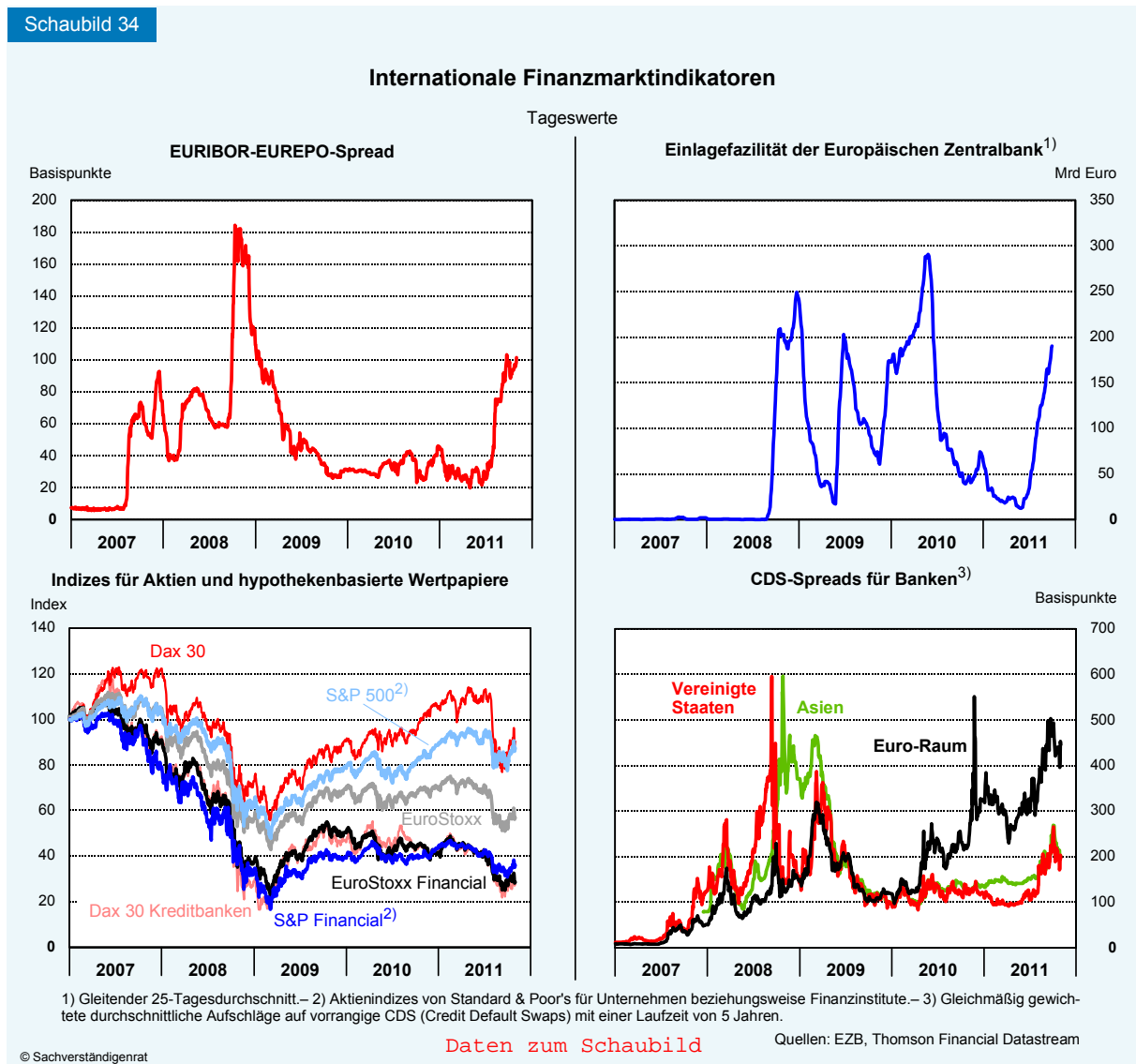
Zum Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten (SIFIs) sollte ein umfassendes internationales Aufsichts- und Abwicklungsregime für grenzüberschreitend tätige Finanzinstitute geschaffen werden. Die Reformen in diesem Bereich sind bisher ungenügend. Das Ziel muss deshalb weiterhin bleiben, zumindest für Europa ein effektives Aufsichts- und Restrukturierungsregime zu schaffen, das dann einerseits grenzüberschreitend tätige Finanzinstitute abwickeln kann und gleichzeitig eine klare Kostenteilungsregel beinhaltet. Angesichts der ungenügenden institutionellen Reformen muss die Widerstandsfähigkeit der systemrelevanten Finanzinstitute umso mehr erhöht werden. Zudem ist es weder national noch supranational gelungen, die Fehlanreize für systemische Finanzinstitute über eine Lenkungssteuer (Bankenabgabe) zurückzudrängen und die öffentliche Hand über externe Puffer (Restrukturierungsfonds) zu schützen. Daher müssen deutlich höhere interne Puffer angelegt werden.

Da in der gesamtwirtschaftlichen Sicht höhere Eigenkapitalanforderungen deutliche Vorteile aufweisen, spricht sich der Sachverständigenrat dafür aus, die risikogewichtete Eigenkapitalquote für SIFIs auf 20 vH anzuheben und eine Leverage Ratio – nach der Definition von Basel III – von 5 vH schrittweise bis spätestens zum Jahr 2019 einzuführen. Die Leverage Ratio würde zudem zur Entkoppelung von Banken- und Schuldenkrisen beitragen, da Staatsanleihen wie alle anderen Forderungen mit dem vollen Risikogewicht eingehen würden.

I. Das europäische Bankensystem wieder in Gefahr

219. Nach einer Phase der relativen Ruhe ist die Situation des europäischen Bankensystems seit Mitte des Jahres 2011 erneut extrem angespannt. Indikatoren, die bereits zu Beginn der Finanzkrise die akute Verunsicherung auf den Finanzmärkten anzeigten, standen wiederum auf Alarmstufe rot. Die sonst hochliquiden Interbankenmärkte trockneten aus, da Banken nicht mehr bereit waren, sich gegenseitig Geld zu leihen (Schaubild 34, oben links). Stattdessen bevorzugten sie niedrig verzinsten, aber dafür sichere Übernachteeinlagen bei der Europäischen Zentralbank (Schaubild 34, oben rechts). US-amerikanische Banken und Geldmarktfonds zogen bereits Einlagen bei den europäischen Banken ab und erschwerten die Refinanzierung in US-Dollar derart, dass sich die Europäische Zentralbank (EZB) und die Federal Reserve gezwungen sahen, die Notfallmaßnahmen wieder zu aktivieren und die Liquiditätsversorgung durch US-Dollar-Euro-Swaps sicherzustellen. Die Aktienindizes europäischer Banken brachen ein (Schaubild 34, unten links) und die Kreditausfallversicherungen für Banktitel zeigten einen deutlichen Anstieg der Ausfallrisiken von europäischen Banken an (Schaubild 34, unten rechts).

Schaubild 34

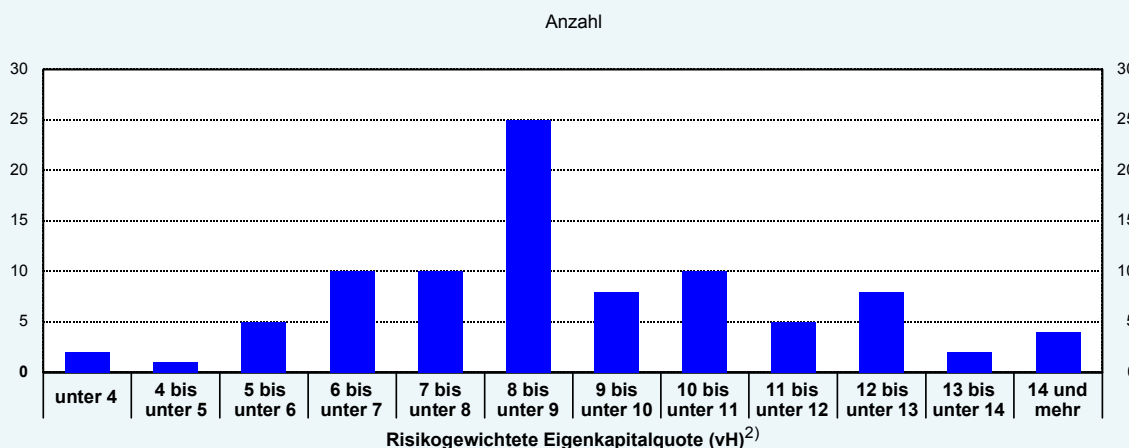


220. Auslöser der erneuten Zweifel an der Stabilität der Banken war die Ausweitung der **Schuldenkrise im Euro-Raum**. Im Juli 2011 spitzte sich die Lage in Griechenland derart zu, dass der positive Abschluss der vierteljährlichen Prüfung durch die Troika, eine Kommission bestehend aus Experten der Europäischen Union, der EZB und des Internationalen Währungsfonds (IWF), in Zweifel stand und zunehmend Spekulationen über einen ungeordneten Zahlungsausfall aufkamen. Auch die monatelangen Verhandlungen zwischen Banken und den wichtigsten Gläubigerländern über eine namhafte Beteiligung des privaten Sektors an der weiteren Finanzierung Griechenlands trugen zur Verunsicherung bei, denn die Ratingagenturen kündigten an, dass sie selbst freiwillige Umschuldungen als teilweisen Zahlungsausfall (Selective Default) bewerten würden. Die EZB hatte ihrerseits angekündigt, dass sie Anleihen eines Staates, der sich im Selective Default befindet, nicht mehr zur Refinanzierung annehmen würde, was die unmittelbare Insolvenz der griechischen Banken zur Folge gehabt hätte. Dieses Szenario konnte dank der Beschlüsse der Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums vom 21. Juli 2011 in letzter Minute verhindert werden (Ziffern 126 ff.). Die Erleichterung der Akteure an den Finanzmärkten war jedoch nur von kurzer Dauer. Schon Mitte August spitzte sich die Situation aufgrund erneuter Panikreaktionen wieder zu.

221. Pikanterweise hatte die neu geschaffene Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority – EBA) im Rahmen von umfassenden **Stresstests** noch kurz zuvor (am 15. Juli 2011) dem europäischen Bankensystem ein insgesamt sehr gutes Zeugnis ausgestellt. Die Stresstests attestierten der überwiegenden Mehrheit der Banken eine robuste Eigenkapitalausstattung. Das Gros der 90 teilnehmenden Banken wies harte Kernkapitalquoten (einschließlich laufender staatlicher Unterstützungsmaßnahmen) deutlich über den im Test geforderten 5 vH aus; bei 25 Banken lag diese Quote zwischen 8 vH und 9 vH, bei 19 Banken über 11 vH (Schaubild 35). Allerdings wurden in diesen Tests alle Staatsanleihen von Ländern des Euro-Raums, die im Bankbuch bis zur Endfälligkeit gehalten werden, von Abschreibungen ausgenommen. Nur Staatsanleihen, die im Handelsbuch oder im Bankbuch zum jederzeitigen

Schaubild 35

Kapitalausstattung der europäischen Banken im Bankenstresstest 2011¹⁾



1) Eigene Berechnungen.– 2) Hartes Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.

Quelle für Grundzahlen: EBA

Verkauf stehen, wurden dem Stresstest unterworfen. Insgesamt wurden die Stresstests vom Juli von den Marktteilnehmern als viel zu milde bewertet. Damit gelang es der EBA nicht, die Nervosität an den Märkten abzubauen.

222. Zur **weiteren Verunsicherung** trugen Gerüchte bei, der IWF schätze den Rekapitalisierungsbedarf im europäischen Bankensystem auf bis zu 200 Mrd Euro. Tatsächlich hatte der IWF in seinem Global Financial Stability Report 2011 ein Abschreibungsvolumen in dieser Höhe berechnet, indem die am Markt für Kreditausfallversicherungen erwarteten Abschreibungsraten auf die im Bankbuch gehaltenen Anleihen von Belgien, Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien angewendet wurden (IWF, 2011a). Die vom IWF berechneten Abschreibungen wurden vielfach und fälschlicherweise als Schätzung des Rekapitalisierungsbedarfs der Banken angesehen. Dieser ist allerdings der Betrag, der, nachdem die Abschreibungen vom bestehenden Eigenkapital vorgenommen wurden, noch benötigt wird, um die geforderte Eigenkapitalquote zu erreichen. Da die meisten Banken einen Eigenkapitalpuffer haben, der jenseits der Mindestanforderungen liegt und somit bereits einen Teil der Abschreibungen absorbiert, fällt die Kapitallücke insgesamt kleiner aus als die Abschreibungen. Entscheidend für die Höhe der Kapitallücke sind somit die im Stressszenario **angenommenen Abschläge** auf die Forderungen einerseits und die Höhe der **angestrebten Eigenkapitalquote** andererseits.

223. Wie sich Änderungen in diesen beiden Größen auf den Rekapitalisierungsbedarf auswirken, zeigt eine **Simulation**, die sich auf die von der EBA im Juli 2011 veröffentlichten Bilanzpositionen stützt. Die Berechnungen verdeutlichen, dass eine Abschreibung von 50 vH auf sämtliche griechische Anleihen bei einer Eigenkapitalanforderung von 5 vH eine relativ kleine Kapitallücke in den europäischen Banken von etwa 15 Mrd Euro verursacht hätte (Schaubild 36, oben). Hingegen wäre die Kapitallücke bei gleichzeitiger Anhebung der geforderten harten Kernkapitalquote auf beispielsweise 9 vH auf etwa 106 Mrd Euro angestiegen. Wird hingegen eine Marktbewertung sämtlicher Forderungen gegenüber Staaten vorgenommen und damit sowohl Abschreibungen wie auch Zuschreibungen zugelassen, erhöht sich der Rekapitalisierungsbedarf der europäischen Banken (bei einer harten Kernkapitalquote von 9 vH) auf etwa 137 Mrd Euro. Diese Simulationen verdeutlichen, dass die geforderte Kapitalquote einen deutlich stärkeren Einfluss auf die Höhe der Kapitallücke ausübt als die Unterschiede in der Bewertung der Staatsanleihen.

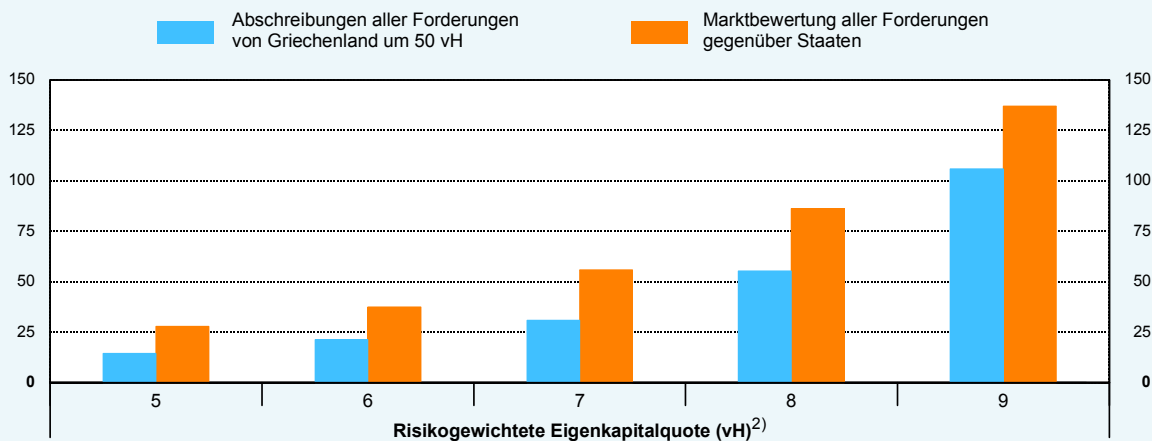
224. Nachdem im Spätsommer deutlich wurde, dass das Vertrauen in den europäischen Bankensektor rapide am Schwinden war, wurde die EBA beauftragt, einen „Blitztest“ durchzuführen, der die Grundlage für einen Befreiungsschlag legen sollte. Am 26. Oktober 2011 vereinbarten die Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums ein umfassendes Paket zur Stabilisierung der Währungsunion, in dem eine temporäre Verschärfung der Bankenregulierung einen zentralen Pfeiler darstellt. Mit dem sogenannten **Bankenpaket** soll die Kapitalausstattung der europäischen Banken deutlich gestärkt werden: Zum einen werden die Anforderungen an minimales Kernkapital angehoben und zum anderen ein außerordentlicher Puffer für Risiken in den Forderungen gegenüber Staaten eingerichtet.

Schaubild 36

Rekapitalisierungsbedarf von europäischen Banken

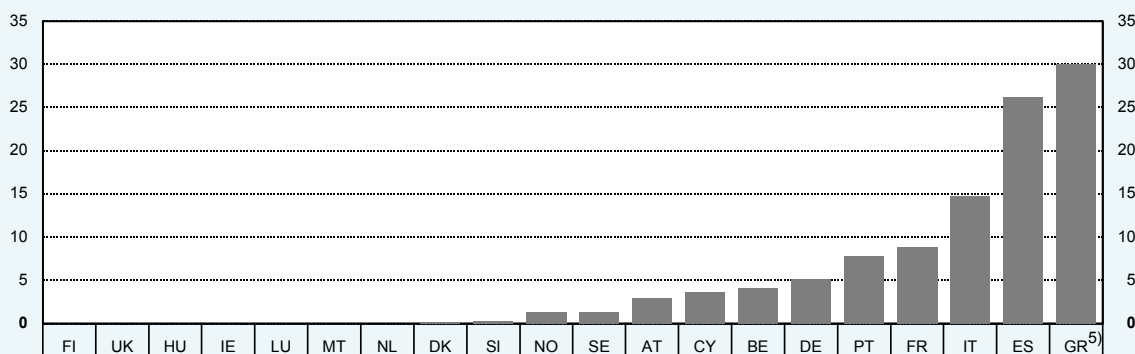
Mrd Euro

Simulation: Rekapitalisierungsbedarf bei verschiedenen Anforderungen an das harte Kernkapital und unterschiedlichen Abschreibungsszenarien¹⁾



1) Simulation basiert auf Daten, die die EBA im Rahmen des Bankenstresstests vom Juli 2011 veröffentlicht hat. Der Rekapitalisierungsbedarf ist analog zum EBA Blitztest vom Oktober 2011 anhand der Daten von 70 Banken berechnet und besteht aus zwei Komponenten. Die erste Komponente ist das Produkt von risikogewichteten Aktiva Ende 2010 und 9 vH abzüglich der tatsächlichen harten Kernkapitalquote Ende 2010. Die zweite Komponente besteht aus einem Puffer, der die im Bankbuch aufgeführten Forderungen gegenüber Staaten auf den Marktwert Mitte September 2011 setzt und nicht negativ sein darf; bei zwei Positionen des Bankbuchs – zur Veräußerung verfügbare Vermögenswerte (Available-For-Sale – AFS) und Fair-Value-Option (FVO) – würde die Differenz der Marktwerte Mitte September 2011 und der Marktwerte Ende 2010 als Ab- oder Zuschreibungsbedarf dem Puffer hinzugefügt.– 2) Hartes Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.

EBA-Blitztest³⁾: Rekapitalisierungsbedarf der Banken nach Ländern⁴⁾



3) Vorläufige Ergebnisse für die im Oktober 2011 durch die EBA überprüften 70 Banken; Erfüllung bis Juni 2012.– 4) FI-Finnland, UK-Vereinigtes Königreich, HU-Ungarn, IE-Irland, LU-Luxemburg, MT-Malta, NL-Niederlande, DK-Dänemark, SI-Slowenien, NO-Norwegen, SE-Schweden, AT-Österreich, CY-Zypern, BE-Belgien, DE-Deutschland, PT-Portugal, FR-Frankreich, IT-Italien, ES-Spanien, GR-Griechenland.– 5) Der ausgewiesene Rekapitalisierungsbedarf von 30 Mrd Euro entspricht dem Betrag, der im Rahmen der Programme der EU und des IWF zur Unterstützung der griechischen Banken bereits vorgesehen ist, und übersteigt den von der EBA ermittelten Rekapitalisierungsbedarf.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

Konkret wurde die **Marktbewertung** der Forderungen gegenüber Staaten auf das Bankbuch ausgedehnt und die **Anforderungen an das harte Kernkapital auf 9 vH** angehoben. Die EBA verzichtete allerdings darauf, ein makroökonomisches Stressszenario zu unterstellen, sondern modellierte ausschließlich Risiken auf Forderungen gegenüber Staaten. Aufgrund von vorläufigen Meldungen der Banken wurde eine erste Schätzung der Kapitallücken vorgenommen; die definitiven, geprüften Berechnungen sollen im November 2011 nachgeliefert werden. Die dann zum 30. September 2011 berechneten Kapitallücken müssen bis zum 30. Juni 2012 geschlossen werden. Alle Banken, die einen Rekapitalisierungsbedarf aufweisen, haben bis zum 25. Dezember 2011 bei der nationalen Aufsicht einen Maßnahmenplan einzureichen, aus dem hervorgeht, wie die Kapitallücken bis Ende Juni 2012 geschlossen

werden sollen. Sie sind aufgefordert, diese in erster Linie über die Zuführung von frischem, privatem Kapital oder durch Kürzungen bei Dividenden und Boni aufzufüllen; eine Rückführung der Risikoaktiva oder der Positionen von Staatsanleihen sollte hingegen vermieden werden. Gelingt es einer Bank bis Ende Juni 2012 nicht, ihre Kapitallücke zu schließen, wird sie mit öffentlichem Kapital zwangsrekapitalisiert. Sollte diese Rekapitalisierung den Staat überfordern oder ihn unter stärkeren Druck der Finanzmärkte setzen, ist ein Rückgriff auf Mittel der EFSF vorgesehen. Nur die griechischen Banken werden im Zuge des Schuldenschnitts unmittelbar durch die EFSF rekapitalisiert.

Gemäß der Schätzungen der EBA beträgt die **Kapitallücke** in den 70 betrachteten Banken – 20 kleinere Banken, die im EBA-Stresstest vom Juni 2011 noch enthalten waren, wurden nicht berücksichtigt – in der Summe 106 Mrd Euro. Davon weisen die griechischen Banken mit 30 Mrd Euro den höchsten Kapitalbedarf aus, gefolgt von den spanischen Banken mit 26 Mrd Euro und den italienischen Banken mit 15 Mrd Euro. Bei den deutschen und französischen Banken fällt die Kapitallücke mit etwa 5 Mrd Euro beziehungsweise rund 9 Mrd Euro vergleichsweise gering aus (Schaubild 36, unten), wobei die deutschen Banken von Zuschreibungen auf ihre Bestände an deutschen Staatsanleihen profitieren konnten.

225. Insgesamt sind die Maßnahmen des **Bankenpakets** zu begrüßen, da sie dazu beitragen können, das Vertrauen in die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen. Insbesondere die deutliche Anhebung der Mindestanforderungen für hartes Kernkapital auf 9 vH ist als Schritt in die richtige Richtung anzusehen. Diese Anforderungen sollten nicht nur temporär gelten, sondern auch über die akute Krise hinaus aufrechterhalten bleiben. Eigenkapitalpuffer sollten grundsätzlich in guten Zeiten aufgebaut werden, um sie in schlechten Zeiten zu nutzen, damit eine plötzliche Verschärfung der Anforderungen inmitten einer Krise vermieden werden kann. Zudem schützen hohe Eigenkapitalpuffer nicht nur die Finanzinstitute vor dem Ausfall; sie sind auch der beste Schutz der Öffentlichkeit davor, für Verluste eintreten zu müssen. Die verbreitete Ansicht, dass Eigenkapital teuer sei und deshalb nur sparsam eingesetzt werden sollte, stammt weitgehend aus einer Verwechslung der volkswirtschaftlichen mit der einzelwirtschaftlichen Perspektive (Ziffern 283 ff.).

Ob mit dem Bankenpaket der **ersehnte Befreiungsschlag** gelungen ist, wird entscheidend davon abhängen, ob im Zusammenspiel mit den anderen Elementen des Gesamtpakets (Ziffern 126 ff.) die Vertrauenskrise überwunden werden kann und sich die Risikoaufschläge bei Staatsanleihen wieder zurückbilden. Andernfalls könnte die Ausweitung der Marktbewertung sogar kontraproduktiv wirken. Befürchten Banken nämlich, dass die Staatsanleihen nunmehr einer ständigen neuen Marktbewertung unterworfen sind, droht ihnen möglicherweise weiterer Abschreibungsbedarf und die naheliegende Strategie wäre zu versuchen, diesen Mechanismus, der eine ständige Unsicherheit für die Bilanzbewertung birgt, durch Verkauf der Schuldtitel zu umgehen.

Die Gefahr, dass der angekündigte staatliche Eingriff den betroffenen Instituten Anreize gibt, die Eigenkapitalquoten über eine **beschleunigte Bilanzverkürzung** herbeizuführen, ist durchaus erkannt worden. So sprechen die Staats- und Regierungschefs davon, dass die nationalen Aufsichtsbehörden unter der Schirmherrschaft der EBA dafür Sorge tragen

müssen, dass die „Pläne der Banken zur Steigerung ihrer Kapitalausstattung nicht zu einer übermäßigen Verringerung der Fremdkapitalanteile führen“ (Europäischer Rat, 2011). Wie die Aufsichten eine übermäßige Verringerung des Fremdkapitalanteils feststellen und ahnden sollen, bleibt offen. Um dem unangenehmen staatlichen Eingriff zu entgehen und angesichts der Tatsache, dass es gerade für Institute mit großen Kapitallücken nicht einfach sein dürfte, privates Kapital aufzunehmen, werden sie zumindest versucht sein, ihre Eigenkapitalquoten durch die Reduktion der Risikoaktiva zu verbessern.

Es bleibt also abzuwarten, ob das Bankenpaket den erwünschten Effekt haben wird. Aber es besteht zumindest die Chance, dass damit die Selbstverstärkung von Schulden- und Bankenkrise unterbrochen und die Systemstabilität erhöht werden.

II. Die Zwillinge: Bankenkrise und Schuldenkrise

226. Systemrelevante Finanzinstitute (SIFIs) und souveräne Staaten haben mehr gemeinsam als auf den ersten Blick ersichtlich. Erstens besteht für beide kein glaubwürdiges Insolvenz- und Restrukturierungsverfahren. Zweitens galt für beide im Prinzip die Annahme eines **No-bail-out**: Im Fall der Insolvenz sollten weder Banken noch Länder von (anderen) Staaten gerettet und die Kosten von der (internationalen) Gemeinschaft getragen werden. Im Euro-Raum wurde der Umgang mit einer systemischen Bankenkrise bewusst nicht geregelt, um die Institute zur Vorsicht anzuleiten und „konstruktive Unsicherheit“ über einen Bail-out zu schaffen: Wenngleich systemische Finanzinstitute die Hoffnung hegen konnten, im Ernstfall gerettet zu werden, konnten sie sich darüber nie ganz sicher sein. Dieser Restzweifel sollte ihre Risikodisziplin stärken. Für die Länder des Euro-Raums wurde durch die in Artikel 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verankerte Nichtbeistands-Klausel ein Bail-out sogar vertraglich explizit ausgeschlossen. In beiden Fällen wurde im Verlauf der Finanz- und Wirtschaftskrise aber deutlich, dass dieser institutionelle Rahmen nicht glaubwürdig war.

227. Tatsächlich werden die vermeintlichen Kosten des Ausfalls von SIFIs oder Ländern so hoch eingeschätzt, dass sich die Politik **zeitinkonsistent** verhält und trotz des zuvor angekündigten Nichtbeistands Banken und Staaten schließlich gerettet werden. Ein Kernproblem zeitinkonsistenter Wirtschaftspolitik ist, dass diese zu einem ausgeprägten **Moral Hazard-Verhalten** führt. Banken und ihre Gläubiger antizipieren die Zeitinkonsistenz der Politik und gehen in Erwartung der letztendlichen Rettung höhere Risiken ein. Staaten hingegen verzichten auf eine nachhaltige Wirtschafts- und Finanzpolitik, weil sie im Notfall Hilfe durch die internationale Gemeinschaft erwarten können.

228. Der Architektur des internationalen Finanz- und Währungssystems fehlt im Kern das **Ordnungselement des Insolvenzverfahrens**. Dadurch besteht ein inhärentes Marktversagen, das dazu führt, dass die Preise für Verschuldung aus volkswirtschaftlicher Perspektive zu gering ausfallen, um präventiv zu wirken. Denn die Erwartung der Investoren, dass Länder im Krisenfall gerettet werden, führt dazu, dass diese geringere Risikoprämien verlangen, da ihre Verluste begrenzt werden. Damit entfällt der Marktpreis als Lenkungsinstrument zur Steuerung von Risiken. Verantwortungsvolles Handeln kann hingegen nur entstehen, wenn Hand-

lung und Haftung glaubhaft zusammengehalten werden. So setzt ein adäquates Insolvenzverfahren bereits im Vorhinein Anreize für ein angemessenes Risikoverhalten und eine solide Wirtschafts- und Finanzpolitik.

1. Schuldenkrisen und Versagen der Märkte für Staatsanleihen

229. Staatsschuldenkrisen und Staatsinsolvenzen sind **kein neues Phänomen**. So fand der vermutlich erste dokumentierte Zahlungsausfall bereits im 4. Jahrhundert v. Chr. statt, als zehn der 13 Stadtstaaten, die sich zum Attischen Seebund zusammengeschlossen hatten, einen Kredit des Delos-Tempels nicht zurückzahlten (Winkler, 1933). Im 14. Jahrhundert verweigerte Edward III, König von England, die Rückzahlung seiner Schulden bei den größten Florentiner Bankhäusern, stürzte diese in den Bankrott und löste den ersten Zusammenbruch eines Finanzsystems in der Geschichte aus. Philipp II von Spanien wiederum ruinierte auf die gleiche Weise im 16. Jahrhundert Banken in Süddeutschland (Kohn, 1999). Zwischen den Jahren 1501 und 1900 gab es insgesamt 46 Staatsbankrotte in Europa. So zahlte unter anderem Brandenburg-Preußen im Jahr 1683 seine Schulden nicht zurück und Kreditrückzahlungen von Portugal, Österreich und Griechenland sowie einigen deutschen Staaten fielen allein im 19. Jahrhundert jeweils mindestens viermal aus (Reinhart et al., 2003).

Nur wenige Länder, darunter die Schweiz und die Vereinigten Staaten, verzeichnen seit ihrer Gründung keinen Zahlungsausfall; allerdings trifft dies bei den Vereinigten Staaten lediglich auf die Bundesebene zu, denn einzelne Bundesstaaten fielen, insbesondere im 19. Jahrhundert, sehr wohl aus (Feenstra und Taylor, 2008). Selbst Deutschland verzeichnete in den 1930er-Jahren einen Zahlungsausfall (Reinhart und Rogoff, 2009; Borensztein und Panizza, 2008). Seit Mitte der 1970er-Jahre sind es vor allem Länder in Südamerika und Afrika, bei denen Kreditausfälle zu beobachten waren. Zu den schwersten Krisen der vergangenen Jahre gehört, neben dem Zahlungsausfall Russlands im Jahr 1998, der Staatsbankrott Argentiniens im Jahr 2002 (Sturzenegger und Zettelmeyer, 2006).

230. Einwände gegen einen direkten Vergleich der aktuellen Schuldensituation mit früheren Staatsschuldenkrisen sind einerseits berechtigt, denn in der jüngeren Vergangenheit waren typischerweise Entwicklungs- und Schwellenländer von Staatsschuldenkrisen betroffen, wohingegen nun von den **Industriestaaten** Insolvenzrisiken ausgehen. Andererseits haben die jetzt betroffenen Länder einiges mit der Finanzierungssituation typischer Schwellenländer gemeinsam. Ein Grund für die jetzige Schuldenproblematik ist, dass die betroffenen Länder Mitglied in einer **Währungsunion** sind, mit einer unabhängigen, für den gesamten Währungsraum zuständigen Zentralbank. Das bedeutet, dass sich alle Staaten der Währungsunion faktisch über den Finanzmarkt in Fremdwährung verschulden müssen, ähnlich wie die seinerzeit betroffenen Entwicklungs- und Schwellenländer. Aufgrund der vertieften Integration im Währungsraum bedeutet dies nicht nur eine ungleich höhere real- und finanzwirtschaftliche Verflechtung zwischen Gläubiger- und Schuldnerstaaten, sondern begrenzt gleichzeitig aufgrund der gemeinsamen Währung entscheidend das Spektrum der zur Verfügung stehenden Lösungsmöglichkeiten.

231. Souveräne Staaten können nicht zur Rückzahlung ihrer Verbindlichkeiten gezwungen werden. Denn es existiert weder ein Gesetz, das die Insolvenz von Staaten regelt, noch gibt es eine internationale Gerichtsbarkeit, mit deren Hilfe Gläubiger ihre Ansprüche gegenüber einem souveränen Staat durchsetzen könnten. Und selbst wenn eine internationale Gerichtsstanz bestünde, dürfte es schwierig sein, Vermögenswerte, die sich mehrheitlich auf dem Staatsgebiet des souveränen Schuldners befinden, glaubwürdig einem Gläubiger als Sicherheit anzubieten, geschweige denn im Insolvenzfall zu beschlagnahmen. Folglich ist die Tilgung von Staatsschulden weniger eine Frage der Fähigkeit des Schuldners zur Rückzahlung (Ability to Pay) als vielmehr der **Bereitschaft zur Rückzahlung** (Willingness to Pay). Ausgehend von einem **Kosten-Nutzen-Kalkül** wird sich der Schuldner immer dann für die Rückzahlung eines Kredits entscheiden, wenn dieser gegenüber einem Zahlungsausfall und den damit verbundenen Kosten vorteilhafter erscheint (Eaton et al., 1986). Darüber hinaus ist ein zentraler Unterschied zu den Verbindlichkeiten eines Unternehmens, dass selbst nach einer Insolvenz ein Staat fortbestehen wird, wohingegen ein Unternehmen den Markt in letzter Konsequenz verlassen muss.

232. Während sich die Kosten im Fall der Kreditrückzahlung einfach aus der Zins- und Tilgungszahlung zusammensetzen, ist die Ermittlung dieser bei einem Zahlungsausfall schwieriger, da sie sich aus einer Reihe von unmittelbaren und mittelbaren Kosten zusammensetzen. Der Ausschluss von den internationalen Finanzmärkten und die dadurch fehlenden Möglichkeiten eines Landes zur Konsumglättung und der Behinderung von Investitionen zählen zu den unmittelbaren **Kosten eines Zahlungsausfalls**. Ein dauerhafter Ausschluss des Schuldnerstaates von den Kapitalmärkten ist allerdings eher unwahrscheinlich (Kletzer, 1994; Bulow und Rogoff, 1989). Denn es dürfte aufgrund der Vielzahl der Akteure schwierig werden, den Ausschluss dauerhaft aufrechtzuerhalten, zumal dies zum Nachteil potenzieller Kreditgeber wäre. Nach der Rückkehr an die Kapitalmärkte entstehen Kosten durch eine signifikante Herabstufung der Kreditwürdigkeit des Schuldnerstaates und dem damit verbundenen Anstieg der Risikoprämien (Trebesch et al., 2010). Darüber hinaus sind weitere Kosten durch die Erhebung von Handelssanktionen möglich. Am schwersten dürfte aber wiegen, dass im Fall einer Staatsinsolvenz der üblicherweise zu beobachtende Wirtschaftseinbruch durch multiple Krisen verschärft werden könnte (Kasten 10).

Kasten 10

Der Teufelskreis aus Banken-, Schulden- und Währungskrisen

Banken-, Schulden- und Währungskrisen treten typischer Weise nicht singulär auf, sondern häufig als **Zwillingen-** oder **Drillingskrisen**, da sie sich wechselseitig verstärken und auslösen können. In der Regel sind diese gepaart mit einer Wirtschaftskrise, da jeder der drei Krisentypen für sich genommen negative Auswirkungen auf die volkswirtschaftliche Produktion ausübt; der wirtschaftliche Einbruch seinerseits verschärft wiederum die Krisen (Feenstra und Taylor, 2008). Über den Zeitraum der Jahre 1970 bis 2000 wurden insgesamt 45 Krisen verzeichnet, von denen vier als Schuldenkrise, 13 als Schulden- und Währungskrise, sieben als Schulden- und Bankenkrise sowie 21 als Drillingskrise klassifiziert wurden (De Paoli et al., 2006). Die unterschiedlichen Krisenkombinationen unterscheiden sich hinsichtlich ihrer Dauer sowie der Outputkosten erheblich voneinander (Tabelle 15, Seite 137). Die aktuelle Situation entspricht einer Zwillingenkrise, bei der die Bankenkrise aufgrund massiver staatlicher Stützungsmaßnahmen

letztendlich zu einer Staatsschuldenkrise führte. Von einer Drillingskrise, die zudem eine Währungs- und Bankenkrise umfasst, kann für den Euro-Raum nicht gesprochen werden.

Tabelle 15

Kosten von Schulden-, Zwillings- und Drillingskrisen im Zeitraum von 1970 bis 2000

Krisentyp	Anzahl der Krisen	Durchschnittliche Dauer	Durchschnittliche Kosten pro Jahr ¹⁾
		Jahre	vH ²⁾
Schuldenkrise	4	3	- 1,0
Schulden- und Währungskrise	13	5	10,3
Schulden- und Bankenkrise	7	8	13,2
Drillingskrise	21	10	21,7
Alle Krisen	45	8	15,1

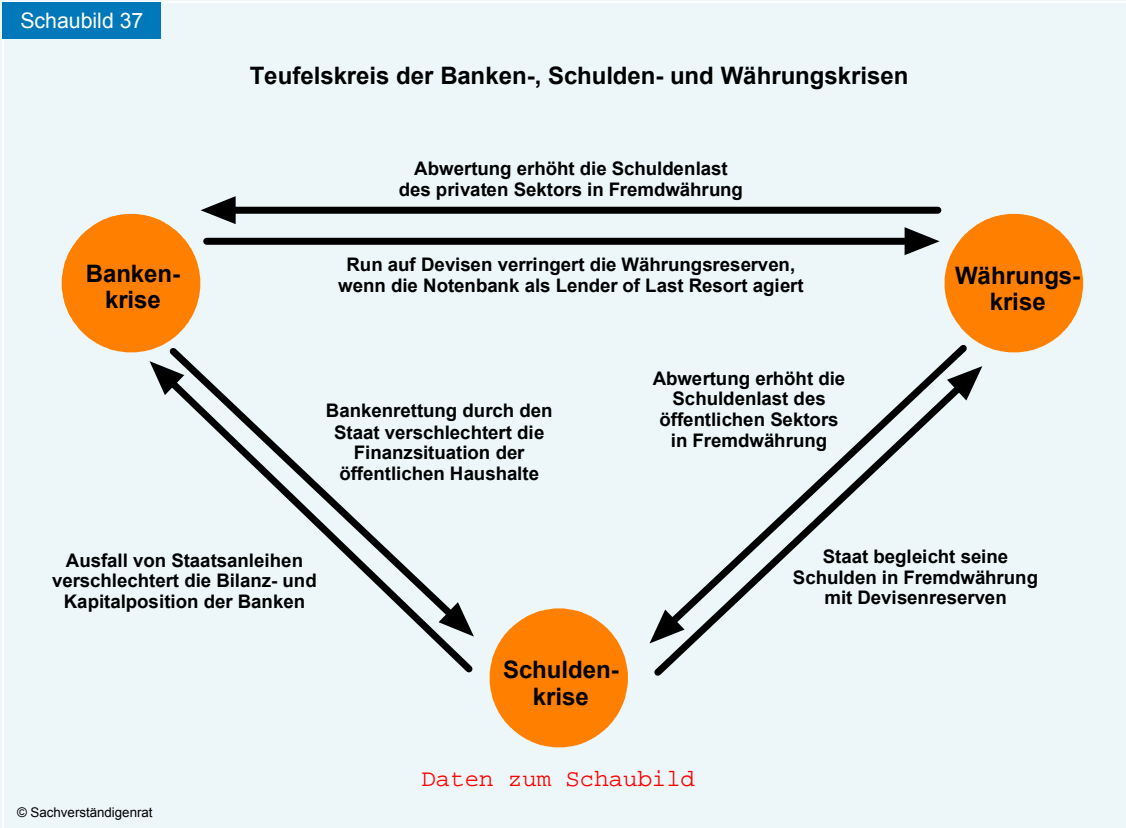
1) Abweichung des realisierten Bruttoinlandsprodukts vom geschätzten Bruttoinlandsprodukt ohne Krisensituation. – 2) In Relation zum geschätzten Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: De Paoli et al. (2006)

Daten zur Tabelle

Bankenkrisen können **Schuldenkrisen** verursachen, wenn Staaten zu einem direkten oder indirekten Bail-out der Banken gezwungen werden (Schaubild 37). Länder haben grundsätzlich einen Anreiz, den Zusammenbruch von Banken zu verhindern, da dies zu einer Kettenreaktion bis hin zum Zusammenbruch des gesamten Bankensystems führen könnte. Die Folge wären gravierende negative Effekte auf die Realwirtschaft. Aus diesem Grund haben während der jüngsten

Schaubild 37



Finanzkrise umfassende Rettungsaktionen stattgefunden. Ein Bail-out von Banken durch die öffentliche Hand führt allerdings zu immensen fiskalischen Kosten (JG 2009 Ziffer 172). Dabei kann die Belastung der öffentlichen Haushalte derart zunehmen, dass die Schuldentragfähigkeit des Landes in Zweifel gezogen wird und in der Folge die Risikoprämien für die Refinanzierung der öffentlichen Schulden ansteigen; dies verschlechtert die Schuldentragfähigkeit weiter. Im Extremfall droht schließlich der Staatsbankrott. Gleichzeitig können von Staatsschuldenkrisen (Rück-)Wirkungen auf das **Bankensystem** ausgehen. Da inländische Banken häufig Hauptgläubiger des Staates sind, können diese ernsthaft in Mitleidenschaft gezogen werden, wenn die Regierung die Zahlungsunfähigkeit erklärt oder die Schulden restrukturiert. Das belastet die Bankbilanzen und kann für Banken bis zur Insolvenz führen. Die Wirkung eines Staatsbankrotts auf das nationale Bankensystem ist häufig besonders stark ausgeprägt, weil es für die Regierung im Vorfeld einer Krise schwieriger (oder zumindest teurer) wird, sich über internationale Kapitalmärkte zu finanzieren und deshalb die Staatsschulden vermehrt von heimischen Banken absorbiert werden. Dabei gehen von einer Schuldenkrise nicht nur Gefahren für das nationale Bankensystem aus, sondern je nach Größe des Landes auch für das internationale Bankensystem.

Schulden- und Bankenkrise können **Währungskrisen** auslösen, wenn die Währungsreserven eines Landes soweit aufgebraucht werden, dass die Verteidigung des (fixen) Wechselkurses nicht mehr möglich ist. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn ein Land seine öffentlichen, in Fremdwährung notierten Schulden mit Devisenreserven bedient. Wird hingegen eine Bankenkrise befürchtet oder werden einzelne Banken als riskant angesehen, kann es zu einem „Run“ auf Devisen kommen. In beiden Fällen können die Währungsreserven soweit aufgebraucht werden, dass das Währungsregime nicht mehr verteidigt werden kann. Im Gegenzug kann eine Änderung des Wechselkurses Banken- sowie Schuldenkrisen über Bilanzeffekte verschärfen. Durch eine Währungskrise, wie etwa den Austritt aus der Währungsunion, kann eine Wechselkursfixierung aufgebrochen werden. Die anschließende Abwertung lässt die in Fremdwährung notierte Schuldenlast der Banken und des öffentlichen Sektors ansteigen.

Jeder der drei Krisentypen hat für sich genommen negative Auswirkungen auf **Produktion und Beschäftigung**. Beispielsweise schränken Banken im Falle einer Bankenkrise die Kreditvergabe ein oder gehen Bankrott, mit entsprechenden Vermögensverlusten für Investoren und private Anleger. Eine geringere Kreditvergabe und negative Vermögenseffekte hemmen die Investitionstätigkeit sowie die Konsumnachfrage und beeinträchtigen damit die volkswirtschaftliche Produktion. Gleichzeitig verschärft der wirtschaftliche Einbruch seinerseits die Krisensituation, da eine Rezession sowohl die Bedienung des Schuldendienstes als auch die Verteidigung des Währungsregimes erschwert. Schließlich münden die Mehrfachkrisen meist in eine **politische Krise**, da kaum eine gewählte Regierung den Einbruch der Wirtschaftsleistung, den Rückgang der Einkommen sowie den Vermögensschnitt, die mit Schulden-, Währungs- und Bankenkrise einhergehen, überlebt.

233. Der unvollständige Ordnungsrahmen für staatliche Verschuldung hat für Schuldner und Gläubiger ernsthafte Konsequenzen. Auf der Seite des Schuldnerlandes werden die hohen Kosten einer Schuldenkrise – die umso umfangreicher ausfallen, wenn eine Schuldenkrise gleichzeitig eine Banken-, Währungs-, Wirtschafts- und politische Krise verursacht – dazu führen, dass Länder nicht zu einem ausreichend frühen Zeitpunkt, sondern immer zu spät in die Insolvenz gehen. Tatsächlich ist die **Insolvenzverschleppung** im Falle von Ländern nicht die Ausnahme, sondern die Regel. Hingegen ist die Insolvenzverschleppung im unternehmeri-

schen Insolvenzrecht strafbar, denn auch dort hat die Unternehmensleitung den Anreiz, die aktuelle Situation abzuwarten und auf Besserung zu hoffen, möglicherweise durch gezielt eingegangene riskante Geschäfte (Gambling for Resurrection).

234. Aus diesem Grund ist ein zentraler Bestandteil des Insolvenzrechts, einen fortlaufenden Wertverfall so frühzeitig wie möglich zu stoppen, was allerdings einen **externen Eingriff** erfordert. Denn ohne externen Eingriff und Ordnungsrahmen haben Regierungen den Anreiz, die Anmeldung der Insolvenz hinauszuzögern. Ein ähnliches Problem gilt für den Antrag eines Kredits beim IWF oder bei der EFSF, da die Inanspruchnahme derartiger Kredite als „Bankrotterklärung“ interpretiert wird. Selbst wenn die Kosten der Abgabe von staatlicher Souveränität geringer sind als die Kosten von multiplen Krisen, stürzen die meisten Regierungen, nachdem sie den IWF um Hilfe ersucht haben. Eine Folge des fehlenden Insolvenzrechts für Staaten ist, dass die rechtzeitige Lösung für das Schuldnerland und dessen Regierung „zu teuer“ erscheint und die Insolvenz deshalb systematisch verschleppt wird.

235. Für die Gläubiger bedeutet das Fehlen eines Insolvenzregimes, dass ihre Verlustrisiken – Eintritt und Höhe des Zahlungsausfalls – praktisch nicht vorhersagbar sind. Im Gegensatz zu einer unternehmerischen Insolvenz hängen die Verlustrisiken bei Ländern nicht nur von wirtschaftlichen Faktoren, sondern zusätzlich von institutionellen und politischen Bedingungen des Landes ab, die sich im Zeitablauf ändern können. Hinzu kommt die für die Gläubiger mindestens ebenso wichtige Einschätzung über die Bereitschaft der internationalen Gemeinschaft, selbst einzuspringen oder eine Verlustbeteiligung des privaten Sektors einzufordern. Eine zentrale Funktion jeder Insolvenzordnung besteht darin, eine Rangfolge unter den Gläubigern herzustellen und damit die Verteilungsregel im Verlustfall festzulegen. Wenn die privaten Gläubiger ihre Verlustanteile im Vorhinein abschätzen können, werden sie besser in der Lage sein, diese Risiken richtig zu bepreisen. Ist hingegen die Verlustverteilung von Fall zu Fall neu auszuhandeln, wird das Resultat von wirtschaftlichen und politischen Faktoren in Schuldner- und Gläubigerländern abhängen, die im Voraus kaum absehbar sind. Der Markt ist somit nicht in der Lage, adäquate Risikoprämien zu setzen, die dem Schuldner frühzeitig die richtigen Anreize zur Disziplin geben würden. Vielmehr muss der **Markt versagen**, wenn der staatliche Ordnungsrahmen fehlt, der die Verlustallokationsregel festlegt.

236. Dies ist keineswegs spezifisch für die Europäische Währungsunion, denn auf der internationalen Ebene oder bei Föderalstaaten wie den Vereinigten Staaten fehlt ebenso ein Insolvenzregime. Die Folge ist, dass die Zinsaufschläge von Ländern über lange Zeiträume sehr niedrig ausfallen und dann unvermittelt sprunghaft ansteigen. Beispielsweise mussten die Schwellenländer vor dem Jahr 1998, trotz bedeutender Unterschiede hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Lage, nur geringe Zinsaufschläge zahlen, die nach dem Ausbruch der Krise in Russland plötzlich anstiegen (Dell’Aricca et al., 2006; Dungey et al., 2002). Diese Marktreaktion kann durchaus eine rationale Reaktion der Investoren sein. Allgemein kann es auf Kreditmärkten zu einer **selbsterfüllenden Krise** kommen, wenn Märkte, die rationalen Überlegungen folgen, den Zahlungsausfall eines illiquiden, aber ansonsten solventen Schuldners erwarten (Diamond und Dybvig, 1983; Sachs, 1984; DeGrauwe, 2011). Grundsätzlich stehen

bei Banken wie auch bei Staaten bilanziell langfristige Forderungen kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber.

Selbsterfüllende Krisen beschreiben einen Mechanismus, bei dem unter ökonomisch sonst gleichen Bedingungen eine plötzlich veränderte Erwartungshaltung der Investoren gänzlich unterschiedliche Marktergebnisse generieren kann. Solange einzelne Gläubiger erwarten, dass alle anderen Gläubiger weiterhin ihre Kredite verlängern, werden diese ihre eigenen Kreditlinien erneuern oder sogar ausweiten. Sobald einzelne Gläubiger jedoch zu der Einschätzung gelangen, dass andere Gläubiger ihre Kredite nicht verlängern werden, beginnen diese panisch ihre Kreditlinien zu reduzieren. Die kurzfristige Refinanzierung kann dann nicht mehr aufrechterhalten werden. Länder können durch eine sich selbsterfüllende Panik der Investoren zunächst in eine Liquiditätskrise und – bei anhaltend hohen Refinanzierungskosten – tatsächlich in eine Solvenzkrise geraten.

2. Die internationale Debatte um einen effektiven Ordnungsrahmen

237. Anfang der 2000er-Jahre fand, ausgelöst durch den ungeordneten Zahlungsausfall Argentiniens, ein Paradigmenwechsel im Umgang mit Staatsschuldenkrisen statt. Vom IWF wurde eine lebhafte Debatte über eine **Reform der internationalen Finanzarchitektur** angestoßen, mit der die bestehenden Ineffizienzen und Anreizverzerrungen für Schuldner und Gläubiger zumindest abgebaut werden sollten (Sturzenegger und Zettelmeyer, 2006).

238. Eine erste Gruppe von Reformvorschlägen zielt darauf ab, einerseits die Fehlanreize für Schuldnerländer zu vermindern, die dazu führen, dass Länder den Programmantrag beim IWF zu lange hinauszögern, und andererseits die Möglichkeiten zur **Versicherung von Ländern** gegenüber temporären und nicht-selbstverschuldeten Schocks zu verbessern. Die Erfahrung vieler Schwellenländer war, dass sie oftmals unverschuldet in Finanzkrisen hineingezogen wurden. Finanz- und Währungskrisen sind häufig hoch ansteckend und können selbst auf solide Länder überspringen. Gründe hierfür sind beispielsweise eine plötzliche Veränderung in der Risikoeinschätzung der Investoren, die Ländergruppen anstatt einzelne Länder betreffen, oder etwa Drittlandeffekte, wie die Verflechtungen über Finanzintermediäre (Van Rijckeghem und Weder di Mauro, 2001). Dies führte zu Vorschlägen, den Instrumentenkasten des IWF in Richtung einer Versicherung gegen unvorhergesehene Schocks sowie Ansteckungseffekte auszubauen. Wie bei einer normalen Versicherung müsste das Land beim IWF einen Antrag stellen und eine Prämie auf die Versicherungspolice leisten. Im Gegenzug würde es während der Versicherungsperiode vor Zahlungsbilanzkrisen geschützt sein. Sollte das Land tatsächlich unter Druck geraten, hätte es automatisch Zugriff auf die IWF-Kreditlinie. Die Versicherung hat dabei die doppelte Funktion: das Land vor externen Schocks abzusichern und den Märkten glaubwürdig zu signalisieren, dass keine Liquiditätsprobleme auftreten können und es somit keinen Anlass zu Gläubiger-Runs gibt.

239. Diesen Vorteilen stehen die typischen Probleme jeder Versicherung gegenüber, nämlich die des **moralischen Risiko-Verhaltens** des Versicherten. Ein Land, das gegen Zahlungsbilanzkrisen versichert ist, kann der Versuchung unterliegen, zu geringe Anstrengungen zu unternehmen, solche zu verhindern. Beispielsweise könnte es in seiner Haushaltsdisziplin nach-

lassen und damit ein höheres Risiko eingehen, in eine Schuldenkrise zu geraten. In der Debatte über mögliche Reformen des internationalen Finanzsystems mit Versicherungslösungen betonen die Gegner derartiger Mechanismen jeweils die Gefahr, dadurch das moralische Risiko-Verhalten zu verstärken.

Der Kompromiss bestand schließlich darin, die IWF-Versicherungsinstrumente mit einer **Präqualifikation** auszustatten. Versicherungen sollen nur für nicht-selbstverschuldete Krisen gelten und deshalb ausschließlich Ländern zugänglich sein, die eine Reihe von Soliditätsanforderungen erfüllen. In der Tat ist die objektive Unterscheidung zwischen selbstverschuldeten und unverschuldeten Krisen nicht trivial. Mit dem Instrument der Präqualifikation wurde das typische Verfahren, bei dem die Bedingungen für den Zugang zu IWF-Anpassungsprogrammen nach Eintritt des Versicherungsfalls erfüllt werden mussten (Ex-Post-Konditionalität), durch ein System ersetzt, bei dem sich Länder bereits zuvor bewähren müssen (Ex-Ante-Konditionalität). Der IWF hat mittlerweile zwei derart ausgestaltete Programme aufgelegt: die Flexible Credit Line (FCL), die derzeit Kolumbien, Mexiko und Polen zur Verfügung steht, sowie die Precautionary Credit Line (PCL) für Mazedonien. Diesen Ländern stehen damit Kreditlinien beim IWF für den Fall offen, dass sie unerwartet in eine Krise geraten sollten.

240. Eine zweite Gruppe von Vorschlägen zur Reform der internationalen Finanzarchitektur bestand in einem **Konkursmechanismus für Staaten** (Sovereign Debt Restructuring Mechanism – SDRM). Die zentrale Annahme dieses Mechanismus ist, dass die Kosten von Staatsschuldenkrisen zu einem signifikanten Teil auf Koordinationsfehler zwischen den Beteiligten zurückzuführen sind. Demnach treten Schuldenkrisen unnötigerweise dann auf, wenn unkoordiniert agierende Gläubiger einem ansonsten solventen Staat die Kreditlinien nicht verlängern, weil jeder Gläubiger vermutet, dass alle anderen ebenfalls ihre Kredite nicht verlängern. Darüber hinaus können Koordinationsfehler während einer tatsächlichen Insolvenz die Restrukturierung der Schulden erschweren. Denn schnelle und umfassende Umschuldungen können durch Rechtsstreitigkeiten vor und während der Restrukturierungsverhandlungen blockiert werden. Eine besondere Rolle spielen sogenannte „Holdouts“, das heißt, Gläubiger, die nicht an den Verhandlungen teilnehmen und auf eine vollständige Rückzahlung klagen, nachdem eine Vereinbarung zwischen den Verhandlungsparteien getroffen wurde. Um derartige Probleme zu vermeiden, konzentrieren sich die Vorschläge im Rahmen von SDRM auf Mechanismen, die Gläubiger vor Rechtsstreitigkeiten während der Verhandlungen abschirmen und das Ergebnis einer Vereinbarung zwischen dem Schuldner und einer Mehrheit von Gläubigern für sämtliche Gläubiger, einschließlich der Holdouts, rechtlich bindend machen.

241. In den ursprünglichen Vorschlägen des IWF (Krueger, 2001) wäre ihm die Rolle als Insolvenzrichter zugekommen, mit dem Vorteil, dass die Insolvenzerklärung und Restrukturierung von Schulden – wenn auch nicht automatisch – schneller und geordneter stattgefunden hätte. Damit wäre ein großer Schritt in Richtung einer internationalen Insolvenzordnung und verstärkter Marktdisziplin gelungen. Eine Koalition aus Schuldnerländern, die höhere Risikoprämien befürchteten, und den Vereinigten Staaten verhinderte allerdings solche weitgehenden Reformen. Stattdessen bestand die Einigung letztlich nur in einem Trippelschritt, der aus-

schließlich darauf abzielte, die Koordination zwischen Gläubigern im Falle einer bereits eingetretenen Insolvenz zu verbessern und das Holdout-Problem, mit Hilfe von allgemeinen Schuldvereinbarungen (Collective Action Clauses), zu mindern.

Collective Action Clauses sind Normen, die in Schuldverträgen enthalten sind und es einer (qualifizierten) Mehrheit von Gläubigern ermöglichen, einer Abänderung der vertraglichen Zahlungsvereinbarungen (oder konkret einer Restrukturierung der Schulden) zuzustimmen, die dann für sämtliche Gläubiger rechtlich bindend ist, einschließlich derer, die sich der Abstimmung enthalten oder dagegen stimmen. Damit sind die Reformen auf der internationalen Ebene letztlich weit hinter dem Ziel eines effektiven Ordnungsrahmens zurückgeblieben. Insbesondere gibt es nach wie vor kein Insolvenzregime und damit keine Basis für eine vorausschauende, risikoeffektive Disziplinierung von Ländern durch die Märkte.

3. Ein effektiver langfristiger Ordnungsrahmen für den Euro-Raum

242. Selbst wenn die Reformen auf der internationalen Ebene unvollständig geblieben sind, lassen sich daraus dennoch die zentralen Gestaltungselemente ableiten, die bei der Reform des Ordnungsrahmens für den Euro-Raum konstitutiv sein sollten. Einerseits sind **Versicherungselemente** zum Schutz von Ländern und des Systems vor Übersprungseffekten und andererseits **Restrukturierungsprozesse** zur Allokation von Verlustrisiken des privaten Sektors erforderlich. Grundsätzlich ist bei der Reform hin zu einem effektiven Ordnungsrahmen ein wichtiger Leitgedanke, dass dieser primär der **Prävention von Krisen** dienen muss und nur sekundär den Umgang mit bereits eingetretenen Krisen ordnen soll.

Insofern können die hier vorgestellten Reformen, die auf eine Insolvenzordnung für Staaten innerhalb des Euro-Raums hinauslaufen, aufgrund der aktuellen Verschuldungssituation nicht unmittelbar umgesetzt werden. Ist eine Überschuldung bereits eingetreten oder eine Vertrauenskrise ausgebrochen, kann eine Insolvenzordnung nicht mehr präventiv wirken. Vielmehr werden nachträgliche Änderungen der Grundregeln, die auf höher als erwartete Verluste im privaten Sektor hinauslaufen, in dieser Situation eine destabilisierende Wirkung entfalten. Dies macht einen langfristig stabilisierenden Mechanismus aber nicht weniger dringlich, denn er zeigt den Endpunkt auf und damit die Richtung, in die das Übergangsregime führen muss. Bildlich gesprochen ist Brückenbauen nur dann zielführend, wenn Klarheit darüber herrscht, welches Ufer erreicht werden soll.

243. Der langfristig stabilisierende Ordnungsrahmen muss transparent, vorhersehbar und glaubwürdig sein. Diese Anforderungen sprechen für eine **weitgehende Regelbindung**, um das Problem der Zeitinkonsistenz zu überwinden und die Märkte in die Lage zu versetzen, im Vorfeld durch eine vorausschauende Abschätzung der Risiken disziplinierend zu wirken. Wie bei jeder Regelbindung muss dabei in Kauf genommen werden, dass diese nicht für alle Umstände optimal sein wird. Aber sie muss so ausgestaltet sein, dass sie in den meisten Fällen nicht allzu weit von der ex post optimalen Lösung abweicht. Ist die Regel so streng, dass ihre Anwendung in der Krise ex post extrem kontraproduktiv wäre – wie beispielsweise die No-bail-out-Regel –, entfaltet sie auch ex ante keine ausreichenden Anreize zur Verhaltens-

änderung. Ein Beispiel für eine gelungene Regel ist die deutsche Schuldenbremse, da sie den Grundsatz des ausgeglichenen Haushalts letztlich stärkt, indem sie wohl definierte Ausnahmen wie konjunkturelle Schwankungen und Notsituationen vorsieht.

244. In Europa wird mit dem **Europäischen Stabilitätsmechanismus** (European Stability Mechanism – ESM) der Versuch unternommen, einen institutionellen Ordnungsrahmen für die Insolvenz von Staaten zu schaffen. Allerdings kann der ESM in seiner jetzigen Ausgestaltung den Anforderungen an einen effektiven langfristigen Ordnungsrahmen nicht gerecht werden. Zwar enthält der ESM durchaus zielführende Elemente. So stellt er durch die Kreditvergabemöglichkeit eine Versicherungslösung für Länder mit **Liquiditätsproblemen** dar. Darüber hinaus ist die Darlehensvergabe an strenge Auflagen geknüpft. Problematisch ist hingegen die diskretionäre Entscheidungsregel, die die Beteiligung des privaten Sektors regelt. Ein **Solvenzproblem** muss zunächst im Rahmen einer Untersuchung der Schuldentragfähigkeit durch die Troika (EU, EZB und IWF) festgestellt werden. Anschließend ist die Entscheidung über das Ausmaß und die Form der Beteiligung des privaten Sektors durch die Mitgliedsländer des ESM im gegenseitigen Einvernehmen zu beschließen. Einvernehmlich bedeutet, dass Einstimmigkeit der an der Abstimmung teilnehmenden Mitgliedsländer vorliegen muss, wobei Stimmenthaltungen die Annahme eines Beschlusses nicht verhindern. Damit bleibt die Auslösung der Restrukturierung eine **politische Entscheidung**, die von privaten Gläubigern nur schwer vorhersehbar ist.

Ein Vorschlag für einen langfristigen Ordnungsrahmen

245. Ein langfristiger Ordnungsrahmen für den Euro-Raum, der die oben beschriebenen Anforderungen erfüllt, könnte so ausgestaltet sein, dass anhand von konkreten Schwellenwerten Länder in drei Gruppen unterteilt werden.

- Länder mit einer Schuldenstandsquote von unter 60 vH, die dennoch in Refinanzierungsprobleme geraten, erhalten schnellen, unbegrenzten Zugang zu einem Kredit des ESM. Dies entspricht den Versicherungsprogrammen des IWF, für die sich Länder durch Wohlverhalten im Vorfeld für Liquiditätshilfen qualifizieren müssen.
- Länder mit einer Schuldenstandsquote zwischen 60 vH und 90 vH können vom ESM nur dann einen Kredit erhalten, wenn sie gleichzeitig ein mehrjähriges Anpassungsprogramm durchlaufen. Dieses Vorgehen entspricht den typischen IWF Programmen mit Ex-Post-Konditionalität.
- Länder mit einer Schuldenstandsquote von über 90 vH können vom ESM nur dann einen Kredit erhalten, wenn sie gleichzeitig eine Restrukturierung der Verschuldung beim privaten Sektor und Auflagen im Rahmen eines Anpassungsprogramms annehmen.

246. Der Vorteil dieses einfachen Rahmens liegt in seiner Transparenz und Vorhersehbarkeit. Wenn alle Länder des Euro-Raums eine Verschuldung unter dem Schwellenwert von 60 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt haben, ist auch die präventive Wirkung offensichtlich. Denn die Annäherung an den Schwellenwert bringt einen graduellen An-

stieg der Risikoaufschläge und damit unmittelbare Anreize zur Haushaltsdisziplin mit sich und bietet damit Schutz vor nicht-selbstverschuldeten Liquiditätsproblemen. Eine solche Ausgangssituation wäre bereits nach Abschluss des Übergangsregimes im Schuldentilgungspakt erreicht (Ziffer 212).

Der Bereich einer Schuldenstandsquote zwischen 60 vH und 90 vH dient als Puffer, der einen Schock als Folge einer Übernahme von Risiken aus privater Verschuldung oder bei der Abwehr einer Bankenkrise aufnehmen kann. In solchen Fällen kann die staatliche Verschuldung plötzlich und sprunghaft ansteigen – wie etwa in Spanien und Irland – und die Erwartung einer unmittelbaren Umschuldung kann krisenverstärkend wirken. Aus diesem Grund könnte das Land einen Kredit des ESM erhalten, der strenge Anpassungsauflagen, aber nicht zwingend eine Beteiligung des privaten Sektors vorsieht. Bei einem weiteren Anstieg der staatlichen Verschuldung über 90 vH hinaus wäre der Zugang zum ESM nur mit einer gleichzeitigen Restrukturierung der Verschuldung beim privaten Sektor möglich.

247. Eine Reihe von **alternativen Vorschlägen** erfüllt zwar ebenfalls das Kriterium der Einfachheit und Transparenz; diese sind allerdings nicht optimal ausgestaltet, da sie grundsätzlich eine zu starre Regelbindung zugrunde legen. In einer Variante erfolgt die Restrukturierung der Staatsanleihen automatisch und in jedem Fall, ausgelöst durch den Zugang zum ESM, durch eine Verlängerung der Laufzeiten (Weber et al., 2011). Danach würden sämtliche neu emittierten Staatsanleihen von Ländern des Euro-Raums standardisierte Konditionen bezüglich der Laufzeit der Anleihen beinhalten. Konkret würde der Anleihevertrag festlegen, dass sich die für den Normalfall vorgesehene Laufzeit einer jeden Anleihe um drei Jahre verlängert, sobald der ESM einem Antrag des entsprechenden Landes auf Finanzhilfe zustimmt. Die Anleihe wird zu den vereinbarten Konditionen für die verlängerte Laufzeit weiterhin bedient. Der Vorschlag sieht für die Verlängerung den Zeitraum von drei Jahren vor, da während dieser Zeitspanne die erforderlichen Reform- und Konsolidierungsanstrengungen in dem betroffenen Land weitgehend geleistet sein müssten. Ein verwandter Vorschlag sieht eine Art von Pflichtwandelanleihen für Staaten vor (Eichengreen, 2011). In dieser Variante würden alle Verträge einen automatischen Schuldenschnitt vorsehen, sobald ein bestimmter Schwellenwert überschritten wird. Der Auslöser könnte eine bestimmte staatliche Schuldenstandsquote oder alternativ ein Marktindikator sein. Letztere Variante teilt allerdings alle Probleme von Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles) bei Banken (Kasten 11, Seiten 159 f.).

Des Weiteren könnte der Zugang zum Rettungsschirm generell so ausgestaltet sein, dass er nur über drei Jahre Liquiditätshilfen gewähren kann. Falls das Land anschließend nicht an den Kapitalmarkt zurückzukehren vermag, erfolgt automatisch eine Umschuldung (Sinn und Carstensen, 2010). Dieser Vorschlag hat ebenfalls den Vorteil der Einfachheit, zielt aber eher darauf ab, den Umgang mit Krisen zu ordnen als sie durch frühzeitige Verhaltensanpassungen zu verhindern. Ein weiterer Vorschlag ist in die Kategorie von Ansätzen einzuordnen, die einen langfristigen, anreizkompatiblen Ordnungsrahmen anstreben (Delpla und von Weizsäcker, 2010). Bei diesem werden die Staatsschulden bis zu 60 vH in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt mit einer gemeinschaftlichen Haftung ausgestattet (Blue Bonds), während darüber hinausgehende Schulden der einzelstaatlichen Haftung (Red Bonds) unterliegen.

Durch die klare Rangfolge der Gläubiger im Insolvenzfall sollen die richtigen Preissignale (über die Risikoaufschläge auf die Red Bonds) erreicht werden. Allerdings fehlt hierzu ein glaubwürdiger Mechanismus, der sicherstellt, dass nach Überschreiten der Verschuldungsgrenze von 60 vH tatsächlich die länderspezifische Haftung greift und nicht die gemeinschaftliche Haftung weiter ausgedehnt wird. Sämtlichen hier vorgestellten Vorschlägen ist gemeinsam, dass sie zurzeit nicht eingeführt werden können. Um präventiv zu wirken, erfordern alle zunächst eine Überwindung der akuten Überschuldungs- und Vertrauenskrise.

Notwendige Anpassungen der Finanzmarktregulierung

248. Wenn die Insolvenzordnung nach den oben dargelegten Maßstäben ausgestaltet würde, wäre dies fraglos ein großer Schritt hin zu einem langfristig stabileren Wirtschafts- und Finanzsystem. Ein notwendiges ergänzendes Element für die Glaubwürdigkeit jeder zukünftigen Insolvenzordnung ist die dauerhafte **Entkopplung von Banken- und Schuldenkrisen**. Beispielsweise setzt die gegenwärtige Regulierung von Banken und Versicherungen hingegen Anreize, diese Verknüpfung noch enger zu fassen. Im Rahmen der Standardverfahren zur Bewertung von Kreditrisiken legt Artikel 109 des Vorschlags einer EU-Verordnung zu aufsichtsrechtlichen Anforderungen für Kreditinstitute und Wertpapierunternehmen (Europäische Kommission, 2011a) fest, dass alle in Euro ausgegebenen Schuldtitel von Mitgliedstaaten der Europäischen Union mit einem **Risikogewicht von 0 vH** anzusetzen sind und zwar unabhängig von der Rating-Stufe der Staaten. Nach Artikel 110 dieser Verordnung kann diese Bestimmung nicht nur auf Schuldverschreibungen des Bundes, sondern grundsätzlich auch auf Schuldtitel der Länder und Gemeinden angewendet werden. Zusätzlich zu der bevorzugten Behandlung von Staatsanleihen in der Eigenkapitalregulierung der Europäischen Union setzen die im Rahmen von Basel III geplanten Liquiditätsvorschriften weitere Anreize, Staatsanleihen als liquide Mittel im Portfolio vorzuhalten.

Im Rahmen der von Basel III geforderten Liquidity-Coverage-Ratio (LCR) wird der Liquiditätsbedarf einer Bank über die kommenden 30 Kalendertage unter einem vorgegebenen Stress-Szenario ermittelt. Dem müssen Vermögenspositionen höchster Bonität und Liquidität in mindestens gleicher Höhe gegenüberstehen (klassifiziert als Level 1 Assets und Level 2 Assets). Level 2 Assets können dabei nur bis zu einem bestimmten Anteil und mit einem Abschlag angerechnet werden. Schuldverschreibungen von Staaten werden – gleichgestellt mit Bargeld und Zentralbankreserven – grundsätzlich als Level 1 Assets, also in die höchste Stufe, eingeordnet und damit beispielsweise gegenüber Unternehmensanleihen bevorzugt.

Im Rahmen der Net-Stable-Funding-Ratio (NSFR) muss der innerhalb eines Jahres erforderliche Refinanzierungsbedarf durch die verfügbaren Refinanzierungsmittel in mindestens gleicher Höhe gedeckt sein. Zur Ermittlung der erforderlichen sowie verfügbaren Refinanzierung werden für die einzelnen Bilanzpositionen bestimmte Gewichtungsfaktoren (auf einer Skala von 0 vH bis 100 vH) verwendet, wobei Vermögenspositionen mit einer höheren Liquidität eine geringere Gewichtung zugeordnet wird. Forderungen gegenüber Staaten erhalten – ebenso wie Forderungen gegenüber Zentralbanken oder dem IWF – eine Gewichtung von 5 vH; Schuldverschreibungen von Unternehmen mit einem Rating von AA- oder höher werden hingegen mit 20 vH gewichtet.

Mit diesen Regelungen werden die Risiken von Staaten und Banken auf das Engste verknüpft. Dies kann in ruhigen Zeiten für den Staat den Vorteil einer günstigen Refinanzierung haben, da die Nachfrage nach Staatsanleihen regulatorisch gefördert wird. In Krisenzeiten hingegen kann dies verheerend sein.

249. Um das Bankensystem vor den Risiken einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit des Staates zu schützen müssen Staatsanleihen innerhalb der Europäischen Union mit einem positiven Risikogewicht versehen werden. Die Gewichte sollten von der Aufsicht bestimmt und nur periodisch revidiert werden. Dies ist wichtig, um die negativen Spiralen zu vermeiden, die bei einem schnellen Verfall der Marktpreise oder der Ratings entstehen können. Die einfachste Lösung wäre allerdings, auf eine abgestufte Risikogewichtung ganz zu verzichten und eine einheitliche Gewichtung aller Forderungen vorzunehmen. Dies wäre der Ansatz einer Leverage Ratio, die auf der risikoungewichteten Bilanzsumme basiert. Mit anderen Worten würde damit jeder Vermögensposition ein Risikogewicht von 100 vH zugeordnet. Der Sachverständigenrat befürwortet eine Leverage Ratio als zentralen Bestandteil eines robusten Regulierungsrahmens (JG 2010 Ziffern 262 f.). Um Klumpenrisiken zu vermeiden, ist zudem eine **Großkreditgrenze** für Anleihen einzelner Staaten einzuführen, die insbesondere das Heimatland einer Bankengruppe mit umfasst.

250. Ein Ordnungsrahmen für den Euro-Raum ist somit dringend erforderlich und bedarf zwingend zusätzlicher Regulierung im Finanzsystem, um diesen dann glaubwürdig und effektiv durchzusetzen. Die dafür notwendigen Änderungen, etwa bei der Eigenkapitalregulierung, sind für sich genommen allerdings nicht ausreichend, um das weiterhin bestehende Problem systemrelevanter Banken zu lösen. Dafür sind darüber hinausgehende Maßnahmen nötig.

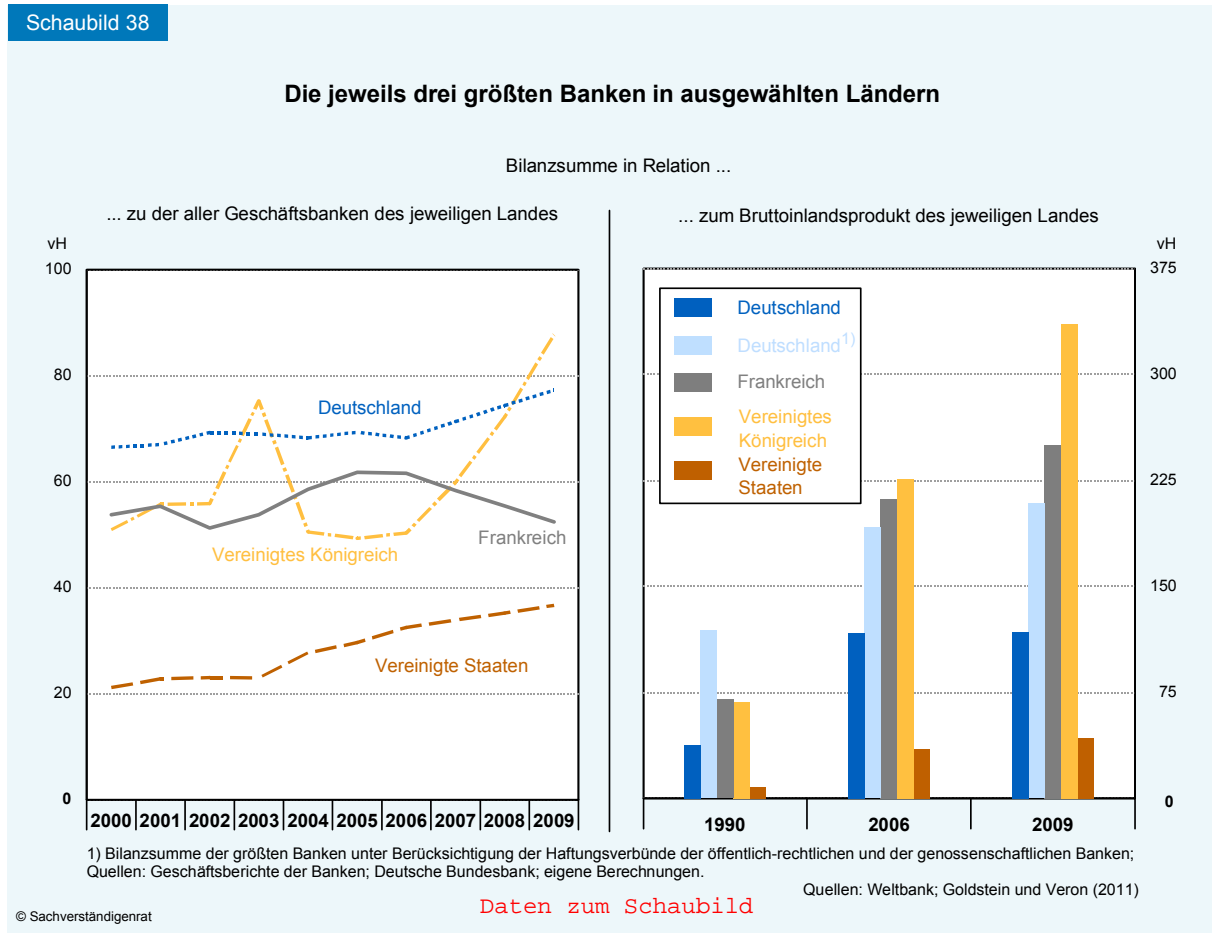
III. Der Umgang mit systemrelevanten Finanzinstituten

251. Seit der unkontrollierten Insolvenz von Lehman Brothers sowie dem darauf folgenden Kollaps des Welthandels und weiter Teile der Weltwirtschaft hat sich die internationale Gemeinschaft, insbesondere die G20-Staaten, dazu verpflichtet, ein neues, globales Regelwerk zu schaffen, um die Bedrohung, die von der Schieflage **systemrelevanter Finanzinstitute** (SIFIs) ausgeht, zu begrenzen. Von Beginn an sollte dieses Regelwerk auf **zwei Pfeilern** stehen. Erstens sollte ein umfassendes internationales Aufsichtsregime geschaffen werden, das in normalen Zeiten grenzüberschreitende Finanzinstitute effektiv überwacht, und darin eingebettet ein grenzüberschreitendes Insolvenzverfahren, um im Notfall eine geordnete Abwicklung und Restrukturierung von systemisch relevanten Instituten zu ermöglichen. Zweitens sollten derartige Institute deutlich höhere Puffer in Form von Eigenkapital und Liquidität vorhalten, um die Wahrscheinlichkeit, dass Verluste zur Insolvenz eines Finanzinstituts führen, zu verringern. Nach drei Jahren intensiver Verhandlungen im Rahmen des Baseler Ausschusses (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) liegen nun für beide Pfeiler konkrete Vorschläge zur Umsetzung vor und können einer Prüfung unterzogen werden.

252. Die Finanzkrise selbst hat zunächst die sogenannte **Too-big-to-fail-Problematik** weiter verschärft (Goldstein und Veron, 2011). Die Bilanzsumme der 25 größten Banken weltweit hatte sich über die Jahre 1990 bis 2007 bereits annähernd versechsfacht und bis zum

Jahr 2009 fast versiebenfacht. Die Aktiva der weltweit zehn größten Banken in Relation zur Bilanzsumme der 1 000 größten Banken sind von 14 vH im Jahr 1999 auf 19 vH im Jahr 2007 angewachsen; im Jahr 2009 auf 26 vH. Dieses globale Bild zeigt sich ebenfalls in der Entwicklung der Bankensysteme einzelner Länder (Schaubild 38), wobei berücksichtigt werden muss, dass der Zusammenschluss von Instituten, wie etwa der von JPMorgan Chase und Bear Stearns in den Vereinigten Staaten, Teil des staatlichen Krisenmanagements war.

Schaubild 38



253. Der Sachverständigenrat hat bereits in der Vergangenheit Leitlinien aufgezeigt, an denen sich die Reformen der Finanzmarktordnung und der Umgang mit SIFIs orientieren sollten (JG 2009 Ziffer 196):

- Für die Regulierung von SIFIs muss eine umfassende Finanzaufsicht installiert werden. Dabei erfordert die **Neuausrichtung der Finanzaufsicht** national wie international eine Straffung der Aufsichtsstrukturen sowie eine Bündelung der Aufsichtskompetenzen. Insbesondere auf europäischer Ebene sollte die Komplexität der Aufsichtsstrukturen abgebaut werden, um eine glaubwürdige und stringente Finanzaufsicht zu etablieren. Aufbauend auf einer umfassenden Europäischen Bankenaufsicht ist ein **effektives grenzüberschreitendes Eingriffs- und Restrukturierungsregime** erforderlich, um bereits ex ante die richtigen Anreize zu setzen, die Haftung von Gläubigern zu sichern sowie die Systemrelevanz von Finanzinstituten wirksam zu begrenzen. Dazu muss ein Regime geschaffen werden, das bei einer drohenden Schieflage den Aufsichtsbehörden frühzeitige und umfassende Eingriffs-

möglichkeiten erlaubt und bei einer Unterschreitung der regulatorischen Vorgaben die Restrukturierung und Abwicklung selbst von grenzüberschreitenden Aktivitäten ermöglicht.

Die Reform der europäischen Finanzaufsicht ist weit hinter diesen Zielen zurückgeblieben. Die Komplexität der Aufsichtsstrukturen wurde noch weiter erhöht und den europäischen Institutionen wurden zu wenige Kompetenzen übertragen. Auch hinsichtlich des Eingriffs- und Restrukturierungsregimes wurden die bisher angestoßenen Reformen auf der internationalen Ebene den Ansprüchen nicht gerecht. Zwar sind auf nationaler Ebene – insbesondere in Deutschland – Restrukturierungsregime geschaffen worden, die jedoch weitgehend ins Leere laufen, da sie nicht wirksam bei grenzüberschreitend tätigen Instituten angewendet werden können (JG 2010 Ziffern 322 ff.). Die Reformvorschläge auf der internationalen und der europäischen Ebene zielen lediglich auf eine bessere Koordination der nationalen Maßnahmen ab und bleiben weit hinter dem Ziel zurück, ein effektives und glaubwürdiges Insolvenzregime zu schaffen. Hinzu kommt, dass diesbezüglich in naher Zukunft keine weitreichenden Fortschritte zu erwarten sind (Ziffern 254 ff.).

- Fehlt ein funktionsfähiges Insolvenzverfahren, steigt die Notwendigkeit, die **Widerstandsfähigkeit von systemrelevanten Instituten** deutlich zu erhöhen sowie die implizite staatliche Garantie für systemrelevante Finanzinstitute durch geeignete Anreizmechanismen ex ante zu reduzieren. Deutlich höhere Eigenkapitalanforderungen, die sich am Grad der Systemrelevanz orientieren, oder entsprechende Abgaben sollten dem Anreiz, systemisch zu werden, effektiv entgegenwirken.

Die zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen, so wie sie vom BCBS für global tätige systemrelevante Finanzinstitute vorgeschlagen werden, gehen vor diesem Hintergrund nicht weit genug. Zwar ist darin eine sogenannte progressive Komponente vorgesehen, bei der sich die zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen am Grad der Systemrelevanz von Finanzinstituten orientieren, aber die Anreizwirkung fällt gering aus. Die Eigenkapitalpuffer der SIFIs werden in Zukunft kaum genügen, um im Krisenfall bedeutende Verluste ohne staatliche Stützung verarbeiten zu können (Ziffern 267 ff.).

Ob die jetzt beschlossenen Reformen ausreichen, um in Zukunft die Sozialisierung der durch eine Krise systemrelevanter Finanzinstitute entstehenden Kosten zu vermeiden, ist somit fraglich. Die bisherigen Reformbeschlüsse werden jedenfalls kaum genügen, die Staaten und die Zentralbanken aus der Geiselhaft der SIFIs zu befreien.

1. Kein effektives Aufsichts- und Insolvenzregime für systemrelevante Finanzinstitute

254. Die Gefahr, die von einem Zusammenbruch global tätiger SIFIs ausgeht, ist ungleich größer als bei nationalen SIFIs, da eine Schockübertragung auf andere Volkswirtschaften direkter und weitläufiger erfolgt. Deshalb stellen eine umfassende Aufsicht sowie adäquate Insolvenzverfahren und Abwicklungsmechanismen für SIFIs allgemein einen zentralen Pfeiler für die Stabilität des Finanzsystems dar. Dies gilt in besonderem Maße für entsprechende Mechanismen für global tätige SIFIs. Die Grundproblematik beim Umgang mit grenzüberschrei-

tend tätigen SIFIs – sowohl bei der Überwachung in ruhigen Zeiten als auch beim Krisenmanagement – besteht darin, dass die Aufsichts- und Abwicklungsbehörden jeweils nur national agieren und kaum international koordiniert sind. Die Tragweite dieser Problematik wird im Zusammenhang mit dem **Trilemma der internationalen Finanzaufsicht** besonders deutlich (JG 2010 Ziffer 324). Dieses beschreibt ein Zieldreieck, bestehend aus drei Dimensionen, von denen jeweils nur zwei Ziele gleichzeitig erreicht werden können: Stabilität des internationalen Finanzsystems, globale Finanzinstitute sowie nationale Aufsichtssouveränität. In der aktuellen Situation werden global tätige Finanzinstitute von nationalen Behörden beaufsichtigt – zu Lasten der Stabilität des internationalen Finanzsystems. Die Gefahr dieser unheilvollen Konstellation hat die jüngste Finanzkrise schonungslos aufgezeigt.

255. In der Konsequenz zeigt dieses Zieldreieck deutlich: Wenn von wirtschaftspolitischer Seite ein stabiles internationales Finanzsystem mit global tätigen Finanzinstituten gewollt ist, dürfen Länder nicht weiter auf der Souveränität der nationalen Aufsichtsbehörden beharren. Auf europäischer Ebene bedeutete dies die Schaffung einer **umfassenden europäischen Finanzaufsicht** mit sämtlichen Kompetenzen für global tätige Finanzinstitute. Hingegen wird auf internationaler wie auf europäischer Ebene derzeit ein Weg beschritten, der versucht, alle drei Dimensionen des Zieldreiecks in Einklang zu bringen und mit einer verbesserten **Kooperation der nationalen Behörden** dieses Trilemma zu beseitigen. Eine solche Strategie wird aber das Trilemma nicht vollständig auflösen können.

Reform der Europäischen Finanzaufsicht

256. Die Reform der Finanzaufsicht auf europäischer Ebene hat sich bisher nur in Trippelschritten bewegt und genügt den Anforderungen einer umfassenden europäischen Aufsichtsstruktur nicht. Der Expertengruppe unter dem Vorsitz von Jacques de Larosière (De Larosière et al., 2009) folgend wurde eine Reihe von neuen Aufsichtsgremien geschaffen, die jedoch nur wenig Kompetenzen erhielten (JG 2010 Ziffern 284 ff.). Für die Aufsicht auf Einzelinstitutsebene (mikro-prudenzielle Aufsicht) wurden drei Institutionen mit Zuständigkeiten für Wertpapiere, Banken, Versicherungen und die betriebliche Altersversorgung sowie 36 Aufsichtskollegien (Supervisory Colleges) für länderübergreifend tätige Finanzinstitute implementiert. Diese Reform hat die vorherige Zersplitterung der europäischen Aufsichtsstruktur nur manifestiert.

257. Als makro-prudenzielles Aufsichtsinstrument wurde im Dezember 2010 der **Europäische Ausschuss für Systemrisiken** (European Systemic Risk Board – ESRB) eingerichtet (Europäisches Parlament, 2010), dessen Aufgabe darin besteht, die makroökonomischen Systemrisiken für die Finanzstabilität zu überwachen und zu bewerten und bei Bedarf Risikowarnungen und Handlungsempfehlungen auszusprechen, um diesen Risiken entgegenzutreten. Die Warnungen und Empfehlungen können an die Europäische Union insgesamt, einzelne Mitgliedstaaten oder an entsprechende Aufsichtsbehörden unter Vorgabe eines Zeitraums für die entsprechenden Maßnahmen gerichtet sein. In der Praxis wird der ESRB eine komplexe Informationsverarbeitung leisten müssen. Er ist eingebunden in das Europäische Finanzaufsichtssystem (European System of Financial Supervision – ESFS), das die Akteure der Finanzaufsicht auf nationaler und auf europäischer Ebene vernetzt (JG 2010 Ziffern 284 ff.).

258. Bei der Umsetzung der Entscheidungen des ESRB zeigt sich die markanteste Schwäche dieses Gremiums, nämlich dass er nur über **schwache Instrumente** verfügt, um gegen Systemrisiken vorzugehen: Im Falle von erkannten Systemrisiken werden Empfehlungen an den entsprechenden Adressaten geleitet. Kommt dieser den gegebenen Empfehlungen nicht nach, hat der ESRB keinerlei exekutive Handhabe, da der Ansatz des ESRB auf einem Act-or-Explain-Prinzip basiert: Die Adressaten der Empfehlungen sollten auf diese mit Maßnahmen reagieren und ihr eventuelles Nichthandeln in angemessener Weise rechtfertigen. Zudem besteht wenig Aussicht auf zusätzlichen Druck durch ein öffentliches Regulativ, da Warnungen und Empfehlungen grundsätzlich nicht veröffentlicht werden und ein Nichthandeln des Adressaten oder eine unangemessene Rechtfertigung strikten Vertraulichkeitsregeln unterliegt. Bisher hat der ESRB eine öffentliche Empfehlung ausgesprochen, die darauf abzielt, die Risiken von Fremdwährungsverschuldung einzuschränken. Angesichts des akuten Drucks, unter dem sich der Kern des Finanzsystems des Euro-Raums befindet, scheint dieses Problem aber eher untergeordnet.

259. Die neu geschaffene **European Banking Authority (EBA)** hat es zunächst ebenfalls verpasst, die Stresstests im Juli zu nutzen, um Glaubwürdigkeit zu erlangen und die Märkte davon zu überzeugen, dass sie die Risiken im europäischen Bankensektor adäquat erfasst und abbildet. Nur wenige Wochen nach der Veröffentlichung der positiven Testresultate unterwarfen Märkte und Rating Agenturen den Sektor einem eigentlichen Stresstest und werteten die Bonität einer Vielzahl von europäischen Banken ab. Ein Grund, weshalb die Stresstests der EBA letztlich zu milde ausfielen, liegt vermutlich in der nach wie vor starken Position der nationalen Aufsichten, die sich dafür einsetzten, ein möglichst günstiges Bild ihrer jeweiligen Institute abzugeben. Der Sachverständigenrat hat sich hingegen in der Vergangenheit mehrfach für eine schlagkräftige Bankenaufsicht auf der europäischen Ebene ausgesprochen (JG 2010 Ziffer 286; JG 2009 Ziffer 242; JG 2008 Ziffern 282 f.). Eine umfassende europäische Bankenaufsicht sollte nach dem Vorbild der US-amerikanischen Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) mit weitgehenden Durchgriffsrechten ausgestattet sein und neben korrektiven Instrumenten auch mit der Restrukturierung von in Schieflage geratenen systemrelevanten Finanzinstituten beauftragt werden. In Verbindung mit einem europäischen Restrukturierungsmechanismus würde die Grundlage für ein effektives Insolvenzregime für SIFIs gelegt (Ziffern 269 ff.). Die bisherigen Reformen der Aufsicht bleiben hingegen weit hinter diesen Anforderungen zurück.

Bisher kein effektives supranationales Insolvenzregime in Sicht

260. Der **Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht** hat aus den Erfahrungen der jüngsten Finanzkrise Empfehlungen für den Umgang mit grenzüberschreitend tätigen Finanzinstituten abgeleitet (BCBS, 2010a). Grundsätzlich wäre es im Rahmen eines universellen Ansatzes erforderlich, dass ein Finanzinstitut mit seinen grenzüberschreitenden Verflechtungen als Einheit angesehen wird, die im Fall des Zusammenbruchs von einer einzigen (supranationalen) Aufsichtsbehörde aufgefangen und restrukturiert wird. In der jüngsten Krise standen vielen Ländern jedoch nur nationale Lösungen zu Verfügung, weshalb sie auf eine Ring-Fencing-Strategie zurückgriffen, bei der die inländischen Gläubiger bevorzugt behandelt und die ausländischen Einheiten des Instituts den ausländischen Behörden überlassen wurden. Der

BCBS geht davon aus, dass viele Länder auch in Zukunft im Krisenfall mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Ring-Fencing-Strategie wählen werden. Deshalb konzentrieren sich die Empfehlungen des BCBS auf die **Verbesserung der nationalen Abwicklungsregime** sowie die **Intensivierung der internationalen Kooperation** zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden.

261. Beim Gipfeltreffen der G20-Staaten in Toronto im Juni 2010 verpflichteten sich die Regierungschefs, diese Empfehlungen umzusetzen. In einigen Ländern wurden mittlerweile nationale Abwicklungsmechanismen geschaffen oder verbessert. Die Reformen verlaufen in den verschiedenen Jurisdiktionen allerdings mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten und die Ausgestaltung der Abwicklungsinstrumente ist äußerst heterogen. Vor allem können sie aber länderübergreifend tätige Finanzinstitute nicht erfassen. Aus diesem Grund fordert der BCBS mit Nachdruck eine Intensivierung der länderübergreifenden Kooperation und Koordination zwischen den entsprechenden nationalen Aufsichtsbehörden der Heimat- und Zielländer von länderübergreifend tätigen Finanzinstituten (BCBS, 2011a):

- Nationale Aufsichtsbehörden sollen rechtlich verpflichtet werden, mit gebietsfremden Behörden zu **kooperieren** und **Informationen auszutauschen**. Heimat- und Zielländer, zwischen denen intensive länderübergreifende Verflechtungen der Finanzinstitute bestehen, sollen sich auf Vereinbarungen verständigen, die die rechtzeitige Erfassung und den Austausch von Informationen sicherstellen.
- Die **gegenseitige Anerkennung** von Krisenmanagement- und Abwicklungsmaßnahmen soll verbessert werden.
- Für jedes global tätige systemrelevante Finanzinstitut soll ein **institutsspezifisches Kooperationsabkommen** zwischen den Behörden der Heimat- und Zielländer geschlossen werden, die die Kompetenzen in der Planung und beim Management der Abwicklung des entsprechenden Finanzinstituts regeln.
- Die Ausgestaltung und Reichweite der nationalen Abwicklungsregime soll auf internationaler Ebene **harmonisiert** werden.

262. Ein weiteres Koordinationsinstrument im Rahmen der internationalen Aufsichtsstrukturen stellen die **Aufsichtskollegien** (Supervisory Colleges) dar, die nach Artikel 131a der revidierten Kreditadäquanzrichtlinie (2006/48/EG; 2006/49/EG; 2009/111/EG) seit dem Jahr 2010 für sämtliche länderübergreifend tätigen Bankengruppen im **Europäischen Wirtschaftsraum** gebildet werden müssen. Allgemein handelt es sich bei Aufsichtskollegien um permanente, multilaterale Arbeitsgruppen von Behörden, die für die Aufsicht von länderübergreifenden Bankengruppen verantwortlich sind, und die die Kooperation und Koordination der nationalen Aufsichtsbehörden untereinander verbessern sollen. Kernaufgabe der Aufsichtskollegien ist dabei die Erhebung und der Austausch von relevanten Informationen, insbesondere über das Risikoprofil und die finanzielle Situation der beaufsichtigten Bankengruppe. Damit sollen sie zur kontinuierlichen Aufsicht von internationalen Banken und Lö-

sung von Notfallsituationen beitragen. Allerdings dürfte der Beitrag der Supervisory Colleges zu einer effektiven internationalen Aufsicht über länderübergreifend tätige Bankengruppen marginal sein, weil sie nur einem Koordinationsauftrag folgen und keinerlei Entscheidungs-, geschweige denn Handlungsrechte besitzen (JG 2010 Ziffer 284).

263. Im Gegensatz zu diesen Ansätzen, die – spieltheoretisch betrachtet – die Kooperation in einem offenkundig nicht kooperativen Spiel fordern, macht der IWF einen Vorschlag für ein umfassendes europäisches Regelwerk (Fonteyne et al., 2010). Aus der Sicht des Sachverständigenrates ist ein derartiges System in jedem Fall verpflichtend auf die Länder des Euro-Raums anzuwenden und sollte anderen Staaten der Europäischen Union offen stehen. Für systemrelevante grenzüberschreitende Institute soll eine **European Resolution Authority** (ERA) geschaffen werden, die die Interessenkonflikte der nationalen Aufsichtsbehörden löst und das Koordinationsproblem überwindet. Darüber hinaus soll sie in die Lage versetzt werden, die im Krisenfall zwingend notwendigen schnellen Entscheidungen zu treffen. Dazu benötigt die ERA entsprechende Befugnisse, ein klares Mandat und ein robustes Regelwerk, die zwischen den EU-Mitgliedstaaten rechtlich bindend verankert werden müssen. Insbesondere muss die ERA die Möglichkeit besitzen, bei Anzeichen von Solvenzproblemen eines Finanzinstituts initiativ tätig zu werden und entsprechende Maßnahmen zu ergreifen.

Notwendiges europäisches Restrukturierungsregime

264. Darüber hinaus benötigt die ERA Zugang zu umfassenden Finanzierungsmöglichkeiten, da die Abwicklung einer insolventen Bank stets mit einem substanziellen und zügig verfügbaren Finanzierungsbedarf einhergeht. Nach der Vorstellung des Sachverständigenrates könnten die vom IWF dazu erarbeiteten Empfehlungen so weiterentwickelt werden, dass die Kosten der Restrukturierung durch einen gestuften Mechanismus aufgeteilt würden:

- In einem ersten Schritt wird die Finanzierung des Krisenmanagements und Abwicklung des Finanzinstituts von einem **europäischen Restrukturierungsfonds** bereitgestellt. Dieser könnte sich am Modell des deutschen Restrukturierungsfonds orientieren. Global tätige systemrelevante Banken würden anstatt in einen nationalen Restrukturierungsfonds in den europäischen Fonds einzahlen. Damit würde an erster Stelle die Finanzindustrie selbst an den Abwicklungskosten eines Finanzinstituts beteiligt. Sollten die finanziellen Möglichkeiten des europäischen Restrukturierungsfonds nicht ausreichen (oder durch Vereinbarungen die maximale Finanzierung der Abwicklung eines Instituts beschränkt sein), wird
- in einem zweiten Schritt die Finanzierung im Rahmen eines **General-Burden-Sharing-Modells** fortgeführt. Der Unterschied zur ersten Stufe besteht darin, dass nun ein allgemeiner Fonds der öffentlichen Hand in Anspruch genommen wird.
- Der dritte Schritt wäre die anteilige Verrechnung im Rahmen eines **Specific-Burden-Sharing-Modells**. Beispielsweise könnte dabei der Verteilungsschlüssel der ESM zur Anwendung kommen. Besser könnte sich der Schlüssel an den länderübergreifenden Verbindlichkeiten eines Finanzinstituts orientieren, da diese einen Anhaltspunkt für den Nutzen

darstellen, den ein Land von einem bestimmten Finanzinstitut hat (Goodhart und Schoemaker, 2006).

265. Der Vorteil des mehrstufigen Modells ist, dass der Interessenkonflikt der nationalen Entscheidungsträger vermindert werden kann, da in der ersten Stufe ausschließlich Finanzmittel des Privatsektors betroffen sind. Nur wenn der Finanzierungsbedarf die Möglichkeiten der ersten Stufe übersteigt, werden öffentliche Finanzmittel aufgegriffen und Kosten sozialisiert. Tatsächlich kann es einige Zeit in Anspruch nehmen, bis der europäische Restrukturierungsfonds der ersten Stufe mit ausreichenden Finanzmitteln angefüllt ist. Dies hängt allerdings entscheidend davon ab, wie hoch die jährliche privatwirtschaftliche Beteiligung ausfällt. Das vorgeschlagene Regime setzt insgesamt einen einheitlichen EU-weiten Regulierungsrahmen voraus, damit nicht einzelne Länder von einer laxen Regulierung profitieren und im Krisenfall die Kosten anderen Ländern unverhältnismäßig aufgebürdet werden. Ein weiterer Vorteil bestünde darin, dass mit der ERA – ähnlich wie bei der US-amerikanischen Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) – die Aufsichts- und Eingriffsrechte in einer Institution zusammengeführt würden. Indem durch einen Ausfall eines Finanzinstituts direkt die Finanzmittel der ERA betroffen wären, wären für diese die richtigen Anreize gesetzt, bereits zu einem frühen Zeitpunkt tätig zu werden und mit umfassenden Maßnahmen weitere Eskalationsstufen zu vermeiden (JG 2009 Ziffer 219).

266. Auf die **Vorteile einer Europäischen Finanzaufsicht** und eines europäischen Restrukturierungsregimes hat der Sachverständigenrat schon mehrfach hingewiesen (zuletzt JG 2010 Ziffern 326 ff.). In den vergangenen drei Jahren ist es aber weder den EU-Mitgliedsländern noch den Ländern des Euro-Raums gelungen, eine tragfähige Lösung zu finden. Vielmehr war die Tendenz zu nationalen Lösungen zu beobachten, die das Ziel eines effektiven und glaubwürdigen Insolvenzregimes für grenzüberschreitend tätige Institute nicht erfüllen können. Aus diesem Grund ist einer der tragenden Pfeiler, auf denen das neue Regelwerk zum Umgang mit SIFIs stehen sollte, viel zu klein ausgefallen. Das Gewicht muss deshalb vermehrt von dem anderen Pfeiler getragen werden, nämlich der Stärkung der Widerstandskraft durch höhere Eigenkapitalausstattung.

2. Unzureichende Widerstandskraft

267. In der Finanzkrise wurde deutlich, dass die Widerstandskraft vieler Institute zu gering war. Zudem haben die ausgewiesenen regulatorischen Eigenkapitalquoten die tatsächliche Fähigkeit, Verluste zu schultern, nur sehr unzureichend abgebildet. Beispielsweise wies die schweizerische UBS vor ihrer Stützung konstant eine Eigenkapitalquote nach Basel II-Kriterien von über 10 vH aus, während das bilanzielle Eigenkapital im Verhältnis zur risikogewichteten Bilanzsumme stetig bis auf 2 vH gesunken war (JG 2008 Kasten 9).

268. Der BCBS hat mit dem Basel III-Akkord ein umfangreiches Regelwerk für Banken vorgelegt, das die bisherigen Rahmenbedingungen des Basel II-Akkords reformiert und bis zum Jahr 2019 vollumfänglich gelten soll. Kern des neuen Regelwerks ist die qualitative und quantitative Straffung der Eigenkapitalanforderungen (JG 2010 Ziffern 253 ff.; BCBS, 2011b), um dadurch die Widerstandsfähigkeit der Banken gegen Schocks zu erhöhen. Die

qualitativen Kriterien für regulatorisches Eigenkapital wurden verschärft und quantitativ die Mindestkapitalquoten angehoben. So gilt nach einer Übergangsphase als Basisanforderung eine Eigenkapitalquote von 8,0 vH in Relation zu risikogewichteten Aktiva, bestehend aus wenigstens 4,5 vH hartem Kernkapital, zusätzlichen 1,5 vH erweitertem Kernkapital sowie weiteren 2,0 vH Ergänzungskapital (Schaubild 39, Seite 159). Des Weiteren sieht das Basel III-Regelwerk einen antizyklischen Kapitalpuffer von maximal 2,5 vH vor, der sich an der Entwicklung makroökonomischer Variablen orientiert, sowie einen Kapitalerhaltungspuffer von 2,5 vH jeweils in Relation zu den risikogewichteten Aktiva.

Zusätzliche Eigenkapitalanforderungen für systemrelevante Finanzinstitute

269. Diese grundlegenden Eigenkapitalanforderungen, die für sämtliche Banken gelten sollen, werden um zusätzliche Eigenkapitalanforderungen für systemrelevante Banken erweitert. Das Financial Stability Board (FSB) hat der G20-Gruppe im Oktober 2010 Empfehlungen für den Umgang mit systemrelevanten Instituten vorgelegt (FSB, 2010). Gemäß einem Konsultations-Papier des BCBS sollen insbesondere **global agierende systemrelevante Banken (G-SIB)** eine höhere Verlustabsorptionsfähigkeit aufweisen als die Mindeststandards, die im Basel III-Akkord vorgesehen sind (BCBS, 2011c). Im Sinne einer progressiven Komponente sollen die zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen für G-SIB so ausgestaltet werden, dass sie mit der Systemrelevanz eines Finanzinstituts ansteigen. Gleichzeitig sollen diese Finanzinstitute einer intensiveren und koordinierten Aufsicht unterstellt werden, zusammen mit einem einheitlichen Abwicklungsregime. Maßnahmen, die zunächst auf global tätige systemrelevante Institute angewendet werden, sollen später auf national agierende systemrelevante Institute ausgedehnt werden.

Bevor systemrelevante Finanzinstitute reguliert werden können, müssen diese zunächst von den Aufsichtsbehörden als solche identifiziert werden. Finanzinstitute werden allgemein als systemrelevant angesehen, wenn sie eine entsprechende Größe sowie eine starke Vernetzung innerhalb des Finanzsystems aufweisen und ihr Marktaustritt erhebliche Verwerfungen auslösen würde. Zur Messung der Systemrelevanz stehen grundsätzlich verschiedene Methoden und Indikatoren zur Verfügung (JG 2009 Ziffer 207; DB-Research, 2011): Einerseits werden statistische Methoden wie Conditional Value at Risk (CoVaR)- oder Netzwerkmodelle verwendet. Der Nachteil dieser Verfahren besteht aus regulatorischer Sicht insbesondere in deren Komplexität und Intransparenz.

Aus diesem Grund werden von den Aufsichtsbehörden derzeit **Indikatoren-Ansätze** bevorzugt. Aus einer Reihe von Indikatoren wird eine Kennzahl (Score) errechnet, die den Grad der Systemrelevanz eines Finanzinstituts wiedergeben soll. Solche Indikatoren-Modelle sind aufgrund der entsprechenden Datenverfügbarkeit universell einsetzbar und zeichnen sich durch einen hohen Grad an Transparenz aus. Dies ist insbesondere relevant, wenn die Ergebnisse dieser Modelle dazu verwendet werden, die Systemrelevanz von Finanzinstituten, etwa durch Abgaben oder höhere Eigenkapitalanforderungen, zu reduzieren. Banken können daraus die notwendigen Maßnahmen zur Reduktion ihrer Systemrelevanz ableiten. Problematisch ist hingegen die weitgehend willkürliche Auswahl der Indikatoren und deren Gewichtung.

270. Für die Bewertung der Systemrelevanz von G-SIBs hat der BCBS einen Indikatoren-Ansatz entwickelt, der auf **qualitativen und quantitativen Indikatoren** basiert. Sie bilden die Größe, Vernetzung, Substituierbarkeit, länderübergreifenden Aktivitäten sowie Komplexität von Finanzinstituten ab (Tabelle 16). Auf die Messung der Systemrelevanz eines Finanzinstituts anhand der Größe, des Vernetzungsgrads und der Komplexität wurde bereits in der Vergangenheit ausführlich eingegangen (JG 2009 Ziffer 206). Die Dimension der Substituierbarkeit einer Bank bringt deren Rolle in der Marktinfrastruktur zum Ausdruck. Durch den Ausfall eines Finanzinstituts wird der reibungslose Ablauf von Finanzdienstleistungen, wie etwa Zahlungssystemen oder Liquiditätsströmen, gestört. Derartige Unterbrechungen sind umso gravierender, je bedeutender – und damit weniger ersetzbar – eine Bank in einem bestimmten Geschäftsfeld ist. Die Messung der länderübergreifenden Aktivitäten reflektiert die globale Ausbreitung von G-SIBs. Die Konsequenzen für das internationale Finanzsystem sind daher im Fall des Zusammenbruchs eines global tätigen Finanzinstituts weitreichender als im Vergleich zu national ausgerichteten Banken. Darüber hinaus ist es für die Aufsichtsbehörden schwieriger, die Abwicklung international engagierter Banken zu koordinieren.

Tabelle 16

Indikatoren-Ansatz zur Bewertung der Systemrelevanz von Finanzinstituten

Kategorie (und Gewichtung)	Individuelle Indikatoren	Gewichtung der Indikatoren (vH)
Grenzüberschreitende Aktivität (20 vH)	Grenzüberschreitende Forderungen	10
	Grenzüberschreitende Verbindlichkeiten	10
Größe (20 vH)	Gesamtengagements (einschließlich außerbilanzieller Engagements)	20
Vernetzung (20 vH)	Interbanken-Forderungen	6,67
	Interbanken-Verbindlichkeiten	6,67
	Anteil der Interbanken-Refinanzierung	6,67
Substituierbarkeit (20 vH)	Verwaltetes Vermögen	6,67
	Über Zahlungssysteme abgewickelte Zahlungen der Bank	6,67
	Wert der garantierten Schuldtitel und Eigenkapitalinstrumente	6,67
Komplexität (20 vH)	Nennwert der Over-the-counter-Derivate Level 3-Vermögenswerte ¹⁾	6,67
	Volumen des Handelsbuchs und der zur Veräußerung stehenden Wertpapiere	6,67
		6,67

1) Illiquide Vermögenswerte, deren Wert nur abgeschätzt werden kann.

Daten zur Tabelle

Quelle: BCBS (2011c)

271. Jede dieser fünf Kategorien wird mit einem Faktor von 20 vH gewichtet, um den **Grad der Systemrelevanz** (Score) eines Instituts zu berechnen. Dabei ist jede Kategorie durch mehrere Indikatoren definiert, die jeweils gleich gewichtet in jede Kategorie eingehen. Der Wert eines Indikators einer individuellen Bank wird in Relation zum aggregierten Wert aller betrachteten Banken gemessen. Eine qualitative Einschätzung der Aufsichtsbehörden ergänzt diese quantitativen Indikatoren. Die G-SIBs werden entsprechend des errechneten Scores in

fünf Kategorien eingeteilt, die an zusätzliche Anforderungen an die Verlustabsorptionsfähigkeit geknüpft sind. Damit steigen die zusätzlichen Kapitalanforderungen mit dem Grad der Systemrelevanz einer Bank.

272. Der BCBS hat auf Basis der Größe und aufsichtsrechtlichen Einschätzung 73 Banken aus den weltweit größten Banken ausgewählt und in die Stichprobe der möglichen G-SIBs einbezogen. Für diese Banken wurden Daten für die relevanten Indikatoren erhoben und entsprechend der oben dargestellten Methodik der jeweilige Grad an Systemrelevanz berechnet. Mit diesem Verfahren konnten letztlich **28 Banken als G-SIBs** identifiziert (davon eine Bank im Rahmen einer diskretionären Aufsichtsentscheidung) und in die fünf Kategorien von Systemrelevanz eingeteilt werden. Die zusätzlichen Kapitalanforderungen für G-SIBs bewegen sich schließlich zwischen 1,0 vH bis 2,5 vH der risikogewichteten Aktiva, die mit hartem Kernkapital zu erfüllen sind. Sollte sich eine Großbank nach Auffassung der Notenbanker und Aufseher trotzdem weiter stark vergrößern, kann der derzeit vorgesehene maximale Eigenkapitalzuschlag von 2,5 vH auf 3,5 vH erhöht werden. Sollte dies noch immer nicht ausreichen, ist weiterer Spielraum nach oben gegeben.

273. Grundsätzlich ist das **Regelwerk des BCBS evolutorisch** konzipiert, um zukünftige Entwicklungen im Bankensektor abbilden und Fortschritte bei der Messung von Systemrelevanz aufgreifen zu können. Insbesondere wird der Score der Banken jährlich neu berechnet, sodass die zusätzlichen Eigenkapitalanforderungen quasi kontinuierlich an Veränderungen der Systemrelevanz angepasst werden können. Die Gruppe der Banken, die als mögliche G-SIBs in Frage kommen, wird alle drei bis fünf Jahre neu ermittelt. Darüber hinaus wird in der gleichen Frequenz die grundsätzliche Methodik des Konzepts, einschließlich des Indikatoren-Ansatzes, überprüft.

274. Die zusätzlichen Kapitalanforderungen für die entsprechenden G-SIBs sollen dem Kapitalerhaltungspuffer zugeschlagen werden, der bereits im bisherigen Basel III-Akkord vorgesehen ist (BCBS, 2011b). Sie sollen zeitgleich mit dem Kapitalerhaltungspuffer und dem antizyklischen Kapitalpuffer eingeführt werden. Die Einführungsphase dauert vom 1. Januar 2016 bis Ende 2018, sodass die im Rahmen des Basel III-Akkords vorgeschlagenen Reformen, inklusive den zusätzlichen Anforderungen zur Verlustabsorptionsfähigkeit von G-SIBs, zum 1. Januar 2019 vollumfänglich gültig sein werden. Bei voll ausgeschöpftem antizyklischem Kapitalpuffer erfordern die maximalen Eigenkapitalanforderungen für G-SIB – die später ebenso für nationale SIFIs gelten werden – eine Unterlegung mit **Eigenkapital in Höhe von 15,5 vH** in Relation zu risikogewichteten Aktiva (Schaubild 39, Seite 159). Bei den vom BCBS vorgeschlagenen Kapitalanforderungen handelt es sich ausdrücklich um **Mindestgrößen**, wobei es jeder Jurisdiktion freigestellt ist, höhere Kapitalstandards zu implementieren.

275. Zur Umsetzung der Basel III-Richtlinien hat die **EU-Kommission** einen Vorschlag für ein Gesetzespaket vorgelegt, das sich aus einer Richtlinie sowie einer Verordnung zusammensetzt und frühere Eigenkapitalrichtlinien (2006/48/EG und 2006/49/EG) ersetzen soll. Die

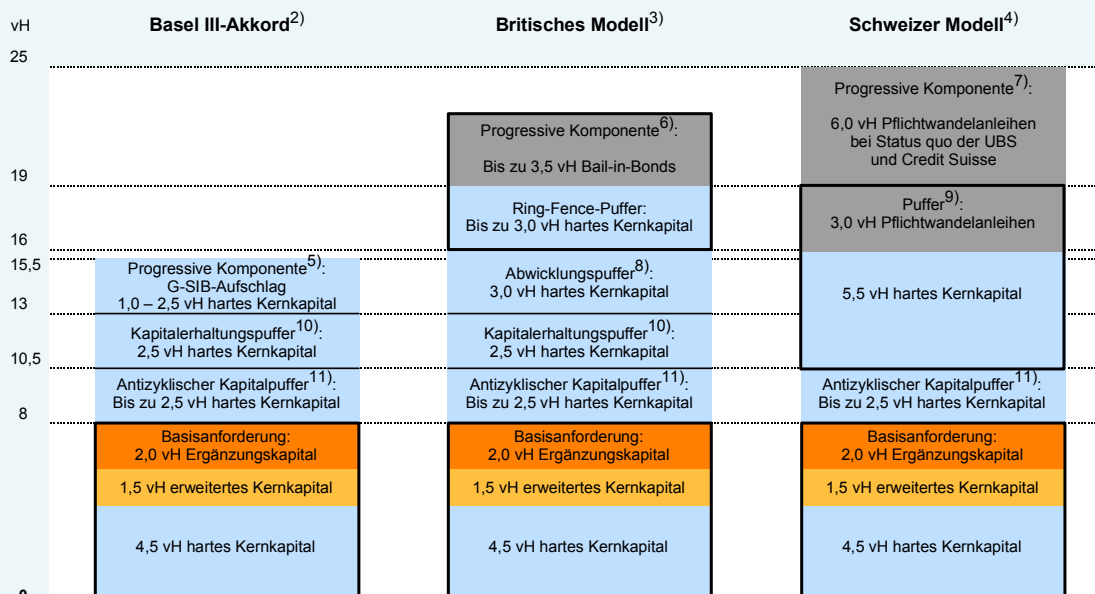
vorgeschlagene Richtlinie (Europäische Kommission, 2011b) enthält Regelungen über die Zulassung von Finanzinstituten zum Einlagengeschäft und deckt die verschiedenen Anwendungsbereiche der derzeitigen Eigenkapitalrichtlinien ab. Darüber hinaus enthält sie einige Neuerungen, wie etwa Verbesserungen im Bereich der Unternehmensführung, und regelt die aus dem Basel III-Akkord bekannten Kapitalpuffer (Kapitalerhaltungspuffer, antizyklischer Kapitalpuffer). Die Verordnung (Europäische Kommission, 2011a) erfasst die Tätigkeit der Kreditinstitute und Wertpapierfirmen. Dies betrifft insbesondere die Anforderungen für Finanzinstitute an Eigenkapital (mit Ausnahme der Kapitalpuffer), Liquidität und Verschuldungsgrad.

276. Damit strebt die EU-Kommission ein **einheitliches Regelwerk** an, das für alle EU-Mitgliedsländer gleiche Bedingungen schaffen soll. Gerade mit der Verordnung, die direkt als EU-weites Recht anwendbar ist und nicht wie eine Richtlinie zunächst in nationales Recht umgesetzt werden muss, soll sichergestellt werden, dass in allen Mitgliedsländern dieselben Basisanforderungen gelten. Im Gegensatz zum Verständnis des BCBS, das die Eigenkapitalanforderungen immer als Minimum betrachtet, stellt sich die EU-Kommission auf den Standpunkt, dass es gleichzeitig auch **Maxima** seien. Das bedeutet, dass sie einzelnen Mitgliedsländern die Möglichkeit versperrt, eine straffere Regulierung, wie sie etwa von Spanien, Schweden oder dem Vereinigten Königreich geplant ist, einzuführen und höhere Eigenkapitalanforderungen zu stellen. Die verbleibende Flexibilität der Länder besteht lediglich in der Anpassung des antizyklischen Kapitalpuffers sowie zusätzlicher Kapitalanforderungen an einzelne Banken oder bei Immobilienkrediten. An dieser Stelle ist die Haltung der EU-Kommission wenig hilfreich. Anstatt es den Ländern zu verbieten, die Eigenkapitalanforderungen des Basel III-Akkords zu überschreiten, sollte die Kommission dies aktiv unterstützen und die Länder dazu animieren. Angesichts der Tatsache, dass die Stabilität des Bankensystems entscheidend von der Höhe der eingebauten Puffer abhängt, sind höhere Eigenkapitalanforderungen eindeutig zu begrüßen (IWF, 2011b; ICB, 2011).

277. Diesen Weg haben beispielsweise das **Vereinigte Königreich** und die **Schweiz** eingeschlagen und jeweils eine Expertenkommission mit der Ausarbeitung eines Vorschlags zum Umgang mit SIFIs beauftragt (ICB, 2011; Schweizer Expertenkommission, 2010). Eine straffe Bankenregulierung mit hohen Eigenmittelanforderungen ist insbesondere für Länder sinnvoll, deren Bankensektor einen überproportionalen Teil der Gesamtwirtschaft ausmacht. Diese Länder sind kaum in der Lage, die erforderlichen Finanzmittel bereitzustellen, die für eine Abwicklung systemrelevanter Banken notwendig sind, ohne dabei die gesamte Volkswirtschaft zu gefährden. Das britische sowie das Schweizer Modell nehmen Kernelemente des Basel III-Konzepts auf und ergänzen diese um weitere Instrumente, sodass insgesamt **deutlich höhere Eigenkapitalanforderungen für SIFIs**, als im Basel III-Akkord vorgesehen, erreicht werden (Schaubild 39). So werden an die britischen und Schweizer SIFIs Kapitalanforderungen von bis zu 22,5 vH beziehungsweise 25 vH in Relation zu risikogewichteten Aktiva gestellt.

Schaubild 39

Eigenkapitalanforderungen gemäß Basel III-Akkord, britischem und Schweizer Modell¹⁾



1) In Relation zu den risikogewichteten Aktiva.– 2) Aus dem Konsultationspapier des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht zu Global Systemically Important Banks (G-SIB) vom Juli 2011.– 3) Aus dem Abschlussbericht der Independent Commission on Banking (ICB) vom September 2011.– 4) Aus dem Abschlussbericht der Schweizer Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Großunternehmen vom 30. September 2010.– 5) Für global agierende systemrelevante Banken (G-SIB) gelten entsprechend des Grads der Systemrelevanz zusätzliche Eigenkapitalanforderungen.– 6) Orientiert sich an der Größe der Finanzinstitute und wird durch hartes Kernkapital (Ring-Fence-Puffer) sowie Bail-in-Bonds unterlegt. Bail-in-Bonds sind grundsätzlich jegliches Fremdkapital (insbesondere langfristige, unbesicherte Verbindlichkeiten, mitunter Pflichtwandelanleihen), das zur Verlustabsorption herangezogen werden soll und den Kriterien für Ergänzungskapital nach Basel III genügen muss.– 7) Bestimmt sich nach der Größe der Finanzinstitute und wird durch Pflichtwandelanleihen unterlegt. Beim Status quo der UBS und Credit Suisse beträgt die Kapitalanforderung jeweils 6,0 vH. Pflichtwandelanleihen sind Fremdkapital, das in Eigenkapital gewandelt und zur Verlustabsorption herangezogen werden kann, und müssen mindestens den Kriterien für Ergänzungskapital nach Basel III entsprechen.– 8) Wird erhoben, wenn eine Bank keine glaubwürdigen Vorkehrungen, das heißt, entsprechende Sanierungs- und Abwicklungspläne, zur Erleichterung der Abwicklung im Krisenfall getroffen hat.– 9) Dient der zusätzlichen Verlustabsorptionsfähigkeit der Finanzinstitute und ist durch hartes Kernkapital sowie Pflichtwandelanleihen zu unterlegen.– 10) Stellt gegenüber Basel II ein weiteres Kapitalinstrument zur Verlustabsorption dar; dieser ist bei Unterschreiten durch Zwangsthesaurierung wieder aufzufüllen.– 11) Wird von nationalen Aufsichtsbehörden anhand makroökonomischer Variablen festgelegt.

Daten zum Schaubild

© Sachverständigenrat

Allerdings ist in beiden Fällen der Versuch, die Eigenkapitalanforderungen unilateral zu verschärfen, erkennbar mit der Sorge um die Wettbewerbsfähigkeit des einheimischen Finanzplatzes verbunden. Vor diesem Hintergrund spielt in beiden Reformansätzen bedingtes Kapital (Contingent Capital) eine prominente Rolle (Kasten 11). Zudem sind sowohl im Schweizer wie im britischen Modell Ansätze enthalten, die zumindest teilweise das Fehlen einer internationalen Insolvenzordnung kompensieren sollen. Die britische Vickers-Kommission hat den weitergehenden Vorschlag in Richtung eines Trennbankensystems vorgelegt.

Kasten 11

Contingent Capital als aufsichtsrechtliches Instrument

Die Eigenkapitalanforderungen im britischen sowie Schweizer Modell sollen zu einem gewissen Teil von Bail-in-Bonds und Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles – CoCos) abgedeckt werden. Beide Finanzinstrumente stellen eine bestimmte Art von **bedingtem Kapital** (Contingent Capital) dar, das aufgrund seiner fremd- sowie eigenkapitalähnlichen Eigenschaften als Hybridkapital bezeichnet wird. Bei Eintreten eines zuvor festgelegten Ereignisses, wie etwa das Unterschreiten einer bestimmten Eigenkapitalschwelle, wird das Fremdkapital automatisch in

Aktienkapital gewandelt. Die im britischen Modell vorgeschlagenen **Bail-in-Bonds** unterscheiden sich von den **Pflichtwandelanleihen** im Schweizer Modell hinsichtlich Abgrenzung und Zweck: Als Bail-in-Bonds kommen insbesondere langfristige, unbesicherte Verbindlichkeiten infrage, die eine Restlaufzeit von wenigstens zwölf Monaten aufweisen. Pflichtwandelanleihen können diese Definition mitunter erfüllen. Darüber hinaus wird bei Bail-in-Bonds die Wandlung von Fremd- in Eigenkapital erst zu einem späten Zeitpunkt ausgelöst, wodurch das gewandelte Kapital ausschließlich zur Abwicklung eines Finanzinstituts (Gone-Concern-Prinzip) zur Verfügung steht. Hingegen werden Pflichtwandelanleihen typischerweise zu einem früheren Zeitpunkt gewandelt und dienen der Fortführung des Finanzinstituts (Going-Concern-Prinzip).

Durch diesen Mechanismus werden Verbindlichkeiten, die zuvor als Fremdkapital bilanziert wurden, in verlustfähiges Eigenkapital transformiert und tragen somit zur Verbesserung der Solvenz eines Finanzinstituts bei. Mit diesem Instrument kann aus aufsichtsrechtlicher Perspektive quasi mittelbar die Ausstattung eines Finanzinstituts mit verlustabsorbierendem Kapital erhöht werden und wirkt bilanziell wie ein Eigenkapitalfallschirm, der bei negativen Schocks die Erosion des Eigenkapitals bremsen und entsprechend die Abwärtsspiralen aus Bilanzverkürzungen aufhalten soll (Admati et al., 2011). Dadurch kann die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute maßgeblich erhöht und die Wahrscheinlichkeit, dass die Verluste von der Öffentlichkeit getragen werden, gesenkt werden. Andererseits wird bedingtes Kapital in normalen Zeiten als Fremdkapital geführt, das die Refinanzierung für Finanzinstitute steuerlich kostengünstiger gestaltet als mit Eigenkapital – selbst wenn das Wandlungs- und damit Verlustrisiko mittels höherer Risikoprämien eingepreist ist. Diese hybride Eigenschaft bedingten Kapitals ermöglicht es Regulierungsbehörden, die Widerstandsfähigkeit der Finanzinstitute zu erhöhen, gleichzeitig jedoch nicht deren **Wettbewerbsfähigkeit** zu beeinträchtigen, wenn die Finanzmarktregulierung nicht global, sondern im nationalen Alleingang durchgeführt wird.

Dennoch ist der Einsatz von bedingtem Kapital als aufsichtsrechtliches Kapitalinstrument mit einer Reihe von Unsicherheiten und Problemen behaftet. Insbesondere die konkrete Ausgestaltung dieser Finanztitel ist komplex und kann zu **Fehlanreizen** führen. Für den Auslösemechanismus stehen unternehmensinterne sowie unternehmensexterne Kennzahlen zur Verfügung, die jeweils auf Markt- oder Bilanzdaten basieren können. Eine weitere Möglichkeit besteht in einem diskretionären Auslöser durch die Aufsichtsbehörden oder der Kombination verschiedener Auslösemechanismen. Darüber hinaus sind die Konditionen festzulegen, zu denen die Schuldtitel in Eigenkapitalanteile gewandelt werden, insbesondere Wandlungspreis und Anzahl der Anteilsscheine.

Allein die Vielfalt der Gestaltungsmöglichkeiten für bedingtes Wandlungskapital weist bereits auf die grundsätzlichen Unsicherheiten und Probleme dieses Finanzinstruments hin. Befürchtet werden insbesondere verschiedene Möglichkeiten zur gezielten **Manipulation** der Marktpreise und Bilanzdaten durch Marktakteure (Admati et al., 2011; Maes und Schoutens, 2010; McDonald, 2010). Das Auslösen der Umwandlung der bedingten Schuldtitel in Eigenkapital birgt ein inhärentes Ansteckungsrisiko und kann einen **Domino-Effekt** auslösen, etwa wenn Wandelanleihen von anderen Finanzinstituten gehalten werden (Maes und Schoutens, 2010; Sundaresan und Wang, 2010; Goodhart, 2010). Insgesamt ist bedingtem Kapital als aufsichtsrechtlichem Instrument mit Skepsis zu begegnen. Deshalb ist es zu begrüßen, dass die am Entwicklungsprozess des Basel III-Akkords beteiligten Zentralbanker und Aufseher letztlich auf bedingtes Kapital verzichtet haben.

Trennbankensystem als Regulierungsinstrument

278. Als weiteres regulatorisches Instrument beinhaltet der Vorschlag der britischen Expertenkommission einen sogenannten **Ring-Fence-Ansatz**. Damit sollen Sollbruchstellen zwischen Privatkundengeschäft (Retail Banking) einerseits sowie Großkundengeschäft und Investment Banking andererseits geschaffen werden. Innerhalb einer Bankengruppe geschieht dies, indem die unterschiedlichen Finanzdienstleistungen einzelnen juristischen Einheiten zugeordnet werden. Mit dieser organisatorischen Aufteilung der Bankgeschäfte sollen diejenigen Geschäftsbereiche isoliert werden, deren Fortbestand lebensnotwendig für die Volkswirtschaft im Allgemeinen und die privaten Bankkunden im Besonderen ist. Der Vorschlag der Expertenkommission definiert deshalb Finanzdienstleistungen, die ausschließlich von abgegrenzten Banken erbracht werden dürfen, verbotene Finanzdienstleistungen, die nicht in abgeschirmten Banken stattfinden dürfen, sowie erlaubte Finanzdienstleistungen, die in abgeschirmten Banken zusätzlich angeboten werden können (Tabelle 17). Berechnungen auf Basis der Bankbilanzen aus dem Jahr 2010 zufolge handelt es sich um knapp zwei Drittel des Volumens sämtlicher Bankgeschäfte, die von abgeschirmten Banken keinesfalls betrieben werden dürfen (ICB, 2011). Darüber hinaus wird festgelegt, in welchem Ausmaß die abgeschirmten Banken rechtlich, operational und ökonomisch mit anderen Einheiten der Bankengruppe verknüpft sein können. Diese Regelung gilt grundsätzlich gleichermaßen für unabhängige Banken, die nicht Teil eines Bankenkonzerns sind.

Tabelle 17

Stilisierte Darstellung des Ring-Fence-Ansatzes nach Vickers-Bericht

Verpflichtende	Erlaubte Finanzdienstleistungen	Verbotene
Einlagen von und Kontokorrentkredite an Privatanleger und mittlere Unternehmen im Vereinigten Königreich	Einlagen von und Zahlungen an Kunden des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) ¹⁾ Kredite, Handels- und Projektfinanzierung sowie (Projekt-) Beratung für nicht-finanzielle Kunden des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR)	Sämtliche Finanzdienstleistungen für Kunden außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) Handel und Emission von Derivaten, Schuldverschreibungen, vermögensbesicherten Wertpapieren oder Beteiligungspapieren Kredite an Finanzgesellschaften

1) Bestehend aus den 27 EU-Staaten sowie Island, Liechtenstein und Norwegen.

Daten zur Tabelle

Quelle: Vickers (2011)

279. Damit stellt der Ring-Fence-Ansatz der britischen Expertengruppe eine Form des **Trennbankensystems** dar. Auch die sogenannten Volcker-Regeln, die im Rahmen der US-amerikanischen Finanzmarktreform entwickelt wurden und Eingang in das Dodd-Frank-Gesetz gefunden haben, sind an dieses Konzept angelehnt und sehen Aktivitätsbeschränkungen von Banken vor. Ein Trennbankensystem nimmt bewusst in Kauf, dass Synergieeffekte von verschiedenen Finanzdienstleistungen verloren gehen und bewertet dagegen den Gewinn an Stabilität höher.

280. Fraglich ist allerdings, ob durch eine Abgrenzung und Abschirmung der Einlagen tatsächlich die **Systemstabilität erhöht** werden kann. Dies wäre nur der Fall, wenn der Staat

Banken ausschließlich zum Schutz der Sparer sowie der kleinen und mittleren Unternehmen stützen und alle anderen Geschäftsbereiche bedenkenlos in die Insolvenz schicken würde. Die Erfahrung der Bankenkrise 2008 zeigt jedoch, dass eine Vielzahl von Instituten vom Staat gestützt wurde, die kein Privatkundengeschäft betrieben. In Deutschland war es sogar die Mehrheit der gestützten Banken: Weder die Landesbanken, die Hypo Real Estate noch die Aareal Bank wurden aus Sorge um Privatkundeneinlagen gerettet. Die staatliche Rettung dieser Banken wurde vielmehr mit der Gefahr begründet, dass durch eine Insolvenz unmittelbar andere Finanzinstitute mitgerissen worden wären. Die organisatorische Trennung und Abschirmung des Privatkundengeschäfts würde an diesen Domino-Effekten nichts ändern, denn in den nicht-abgeschirmten Teilen liegen nach wie vor bedeutende Systemrisiken. Und ohne ein effektives grenzüberschreitendes Restrukturierungsverfahren können die Investmentbanken auch weiterhin nicht geordnet abgewickelt werden.

281. Allerdings unterliegen die nationalen Behörden der Versuchung, diese negativen Systemrisiken an das Ausland zu externalisieren, indem sie eine mögliche Stützung auf das Inland begrenzen. Darin liegt die tiefere Problematik des britischen Vorschlags: Neben der Trennung der Geschäfte führt er gleichzeitig in eine **geografische Aufgliederung** der Finanzinstitute. Im Vickers-Modell sind nur die im Vereinigten Königreich angesiedelten Privatkunden in jedem Fall abzuschirmen. Weil allerdings eine Begrenzung auf das Inland mit den europäischen Binnenmarktgesetzen unvereinbar gewesen wäre, wurde den Instituten die Option gegeben, die Abschirmung auf den Europäischen Wirtschaftsraum zu erweitern. Geschäfte in allen anderen Ländern müssen außerhalb bleiben (Tabelle 17). Mit dieser Regelung verstärkt der Vorschlag der britischen Expertenkommission die Tendenz zur Fragmentierung der Aufsicht und der Finanzinstitute entlang der nationalen Grenzen und konterkariert international ausgerichtete Reformbestrebungen für ein supranationales Aufsichts- und Abwicklungsregime.

3. Wie viel Eigenkapital ist genug?

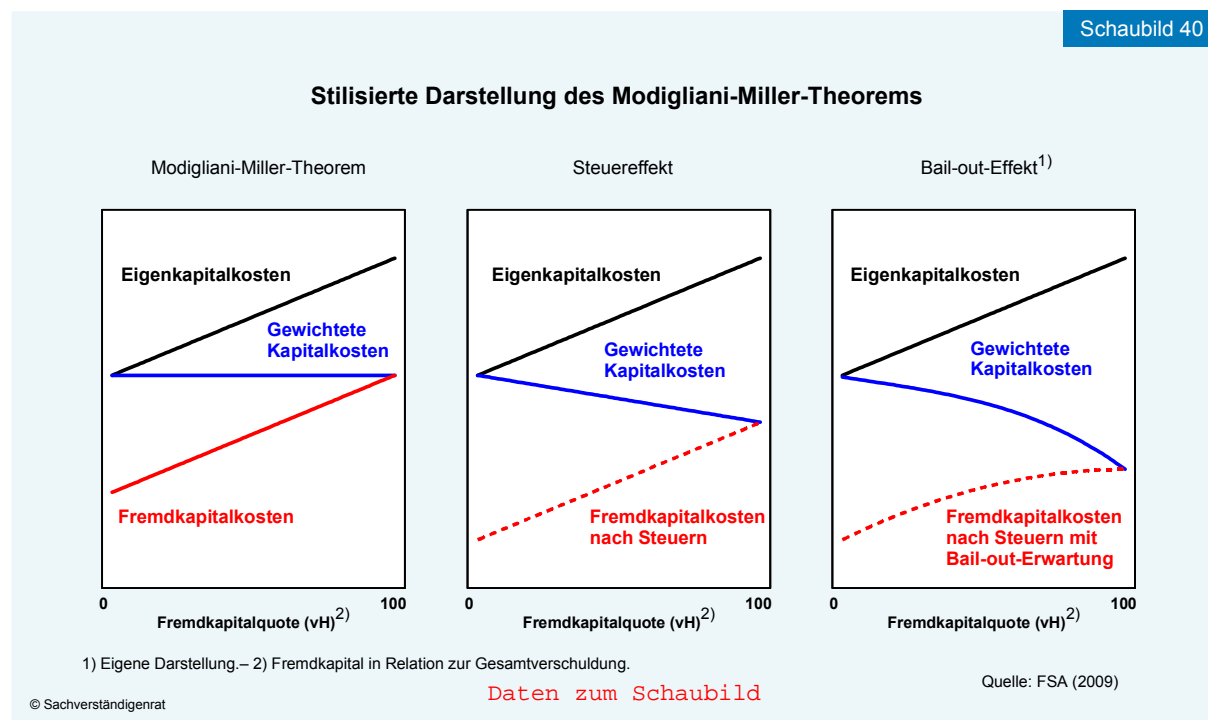
282. Erfahrungen der vergangenen Jahre haben gezeigt, dass systemische Banken Krisen hohe volkswirtschaftliche Kosten verursachen und deshalb das Finanzsystem mit deutlich höheren Puffern zum Abfedern derartiger Schocks ausgestattet werden muss. Die Puffer sollten von den Finanzinstituten angelegt werden, wobei sie sowohl intern wie auch außerhalb der Institute vorgehalten werden können. **Externe Puffer** umfassen beispielsweise die Einlagensicherungsfonds sowie den deutschen Restrukturierungsfonds, mit dem die systemrelevanten Teile einer Bank aufgefangen und die nicht-systemrelevanten Teile abgewickelt werden sollen (JG 2010 Ziffern 305 ff.). Allerdings sind die bisher angelegten externen Puffer sowohl auf der nationalen Ebene als auch auf der supranationalen Ebene hinsichtlich ihrer finanziellen Ausstattung unzureichend, um mit der Schieflage von großen, grenzüberschreitenden Finanzinstituten umzugehen, ohne auf zusätzliche staatliche Mittel angewiesen zu sein. Somit müssen die **internen Puffer**, also die Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute, entsprechend hoch sein, um die Belastungen aufzufangen. Für die Bestimmung der Höhe des erforderlichen Eigenkapitals ist zunächst die Frage nach Kosten und Nutzen von Eigenkapital zu beantworten. Dabei ist es entscheidend, zwischen einzelwirtschaftlichen und gesamtwirtschaftlichen Kosten und Nutzen zu unterscheiden.

Kosten und Nutzen höherer Eigenkapitalanforderungen

283. Die einmütige Auffassung von Praktikern der Finanzwirtschaft lautet: Eigenkapital ist teuer. Diese Auffassung dürfte auf die traditionell hohen Eigenkapitalrenditen zurückzuführen sein. Höhere Eigenkapitalanforderungen führten so zu höheren Kapitalkosten und demnach zu steigenden Kreditzinsen sowie geringeren Kreditvolumina und schließlich über eine Verringerung der Investitionstätigkeit zu niedrigerem Wachstum. Ökonomen teilen diese Einschätzung nicht.

284. Dreh- und Angelpunkt der Betrachtung der Kapitalstruktur eines Unternehmens ist das **Modigliani-Miller-Theorem** (Modigliani und Miller, 1958). Es zeigt, dass die Gesamtfinanzierungskosten eines Unternehmens zur Kapitalstruktur invariant sind. Indem die Kosten für Eigen- und Fremdkapital mit ihrem jeweiligen Anteil am Gesamtkapital gewichtet werden, bleiben die gesamten Refinanzierungskosten konstant, wenn sich die Fremdkapitalquote ändert (Schaubild 40, links). Denn mehr Eigenkapital bedeutet ein geringeres Risiko für die Anteilseigner, die entsprechend niedrigere Risikoprämien auf ihre Investition fordern und ihre Renditeerwartungen senken. Gleichzeitig führt das geringere Risiko zu proportional sinkenden Fremdkapitalkosten. Unter dieser Voraussetzung ändert sich mit der Kapitalstruktur die Kostenstruktur derart, dass die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten konstant bleiben. Ein höherer Anteil an Eigenkapital ist für das Unternehmen somit nicht teuer.

Schaubild 40



285. Das von Modigliani und Miller aufgestellte Theorem gilt, wenn es keine Verzerrungen gibt, die die beiden Formen von Kapital unterschiedlich betreffen. Neben Verzerrungen, die beispielsweise auf Informationsasymmetrien zurückzuführen sind, gibt es aber zumindest zwei Arten staatlicher Eingriffe, die die Renditen von Fremd- und Eigenkapital unterschiedlich beeinflussen (FSA, 2009). Erstens wird das Fremdkapital eines Unternehmens gegenüber Eigenkapital durch die **Steuerabzugsfähigkeit von Zinszahlungen** steuerlich bevorzugt be-

handelt. Hingegen können Dividendenausschüttungen steuerlich nicht als Kapitalkosten geltend gemacht werden. Die Steuerermäßigungen für den Schuldendienst senken die Kosten für Fremdkapital generell, sodass die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten mit steigendem Verschuldungsgrad abnehmen (Schaubild 40, Mitte).

Zweitens subventioniert der Staat durch **explizite und implizite Garantien** für systemisch relevante Institute die Fremdkapitalgeber, indem er sie im Konkursfall, der die Eigenkapitalgeber um ihren Einsatz bringt, vor Verlusten schützt (Schaubild 40, rechts). Dadurch wird aus der Sicht des Unternehmens Fremdkapital im Vergleich zu Eigenkapital günstiger. Die Aussage der Praktiker, dass Eigenkapital höhere Kosten verursacht, scheint somit zutreffend. Allerdings stimmt diese Aussage nicht, wenn diese betriebsinterne Sichtweise in den gesamtwirtschaftlichen Kontext gesetzt wird. Denn die implizite Garantie auf Fremdkapital bedeutet im Krisenfall, dass der Allgemeinheit die Kosten übertragen werden. Somit fallen einzelwirtschaftliche und gesamtwirtschaftliche Kosten und Nutzen auseinander.

Eine daran anschließende Frage ist, ob höhere Eigenkapitalanforderungen automatisch zu Einschränkungen in der Kreditvergabe führen müssen. Sowohl aus theoretischer wie auch aus empirischer Sicht ist dies nicht eindeutig (Kasten 12).

Kasten 12

Empirische Studien zu den Kosten höherer Eigenkapitalanforderungen

In empirischen Studien bestätigt sich die theoretische Hypothese, dass höhere Eigenkapitalanforderungen nur geringe bankbetriebliche sowie volkswirtschaftliche Kosten nach sich ziehen.

Effekte auf die Kreditzinsen

Steigen die Refinanzierungskosten einer Bank durch höhere Eigenkapitalanforderungen, bedeutet dies nicht zwingend, dass die Refinanzierungskosten vollständig auf die Schuldner überwältigt werden und die aktivseitigen Kreditzinsen in gleichem Maß steigen (Elliott, 2009, 2010a, 2010b). In der Tat besitzen Banken eine Vielzahl an Möglichkeiten, um auf höhere Eigenkapitalanforderungen zu reagieren. Beispielsweise können Zinsmargen, Vergütungen und administrative Kosten verringert werden.

Verschiedene Studien untersuchen den direkten Zusammenhang zwischen Eigenkapitalquote und Kreditzinsen. Eine Studie untersucht US-amerikanische Banken über einen Zeitraum der Jahre 1920 bis 2009 (Kashyap et al., 2010). Die Ergebnisse univariater und multivariater Regressionen zeigen keinen robusten Zusammenhang zwischen der Kapitalstruktur einer Bank und verschiedenen Maßen für Kreditkosten. Eine weitere Studie untersucht diesen Zusammenhang für 13 OECD-Länder über die Jahre 1993 bis 2007 (King, 2010). Berechnungen zeigen, dass eine Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen um einen Prozentpunkt die Kreditzinsen im Durchschnitt um 15 Basispunkte verteuert. Wird in den Berechnungen die Anpassung weiterer Variablen, wie etwa Effizienz steigernde Maßnahmen zur Verringerung der Betriebskosten, berücksichtigt, fällt der Anstieg der Kreditzinsen sogar geringer aus.

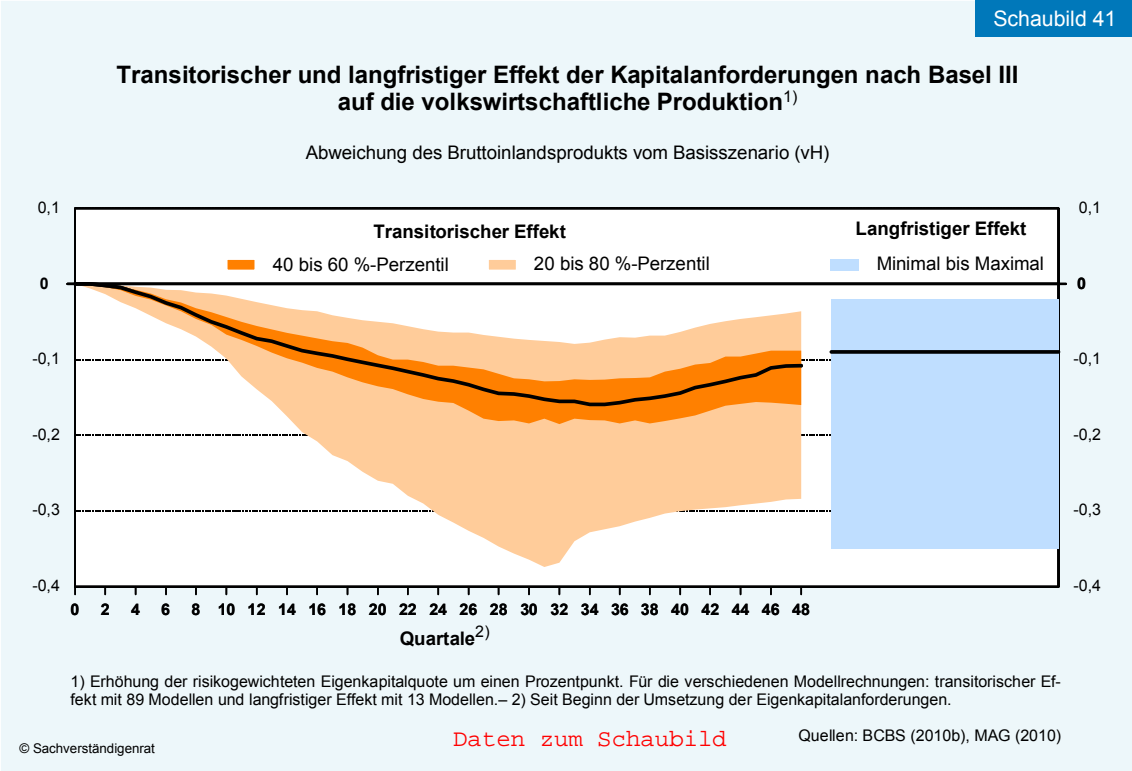
Effekte auf das Bruttoinlandsprodukt

Bei der Analyse der Auswirkungen höherer Kapitalanforderungen von Basel III auf das Bruttoinlandsprodukt werden mittelfristige (transitorische) und langfristige (permanente) Wirkungen un-

terschieden. Transitorische Effekte auf die Produktion können bei der Anpassung an zunehmende Eigenkapitalanforderungen entstehen. Die Ergebnisse einer Studie der Macroeconomic Assessment Group des Financial Stability Board (FSB) und der BCBS (MAG, 2010a) deuten auf moderate transitorische Output-Effekte hin (Schaubild 41). Eine Erhöhung der risikogewichteten Eigenkapitalquote um einen Prozentpunkt führt im Median der Länder zu einem Rückgang des Produktionsniveaus um maximal 0,16 vH, im Vergleich zum Basisszenario ohne die Vorgaben des Basel III-Akkords. Weitere Studien, die zum Teil kürzere Übergangsphasen und damit schnellere Anpassungspfade zugrunde legen, kommen zu ganz ähnlichen Ergebnissen (Slovik und Courmède, 2011; MAG, 2010b).

Darüber hinaus analysieren verschiedene Studien die langfristigen Wirkungen höherer Eigenkapitalanforderungen auf das Bruttoinlandsprodukt (BCBS, 2010b; Angelini et al., 2011). Diese legen ebenfalls verschiedene makroökonomische Modelle zugrunde, die für weltweit wichtige Länder, wie die des Euro-Raums, das Vereinigte Königreich sowie die Vereinigten Staaten, kalibriert sind. Im Ergebnis zeigt sich, dass eine Erhöhung der Eigenkapitalquote um einen Prozentpunkt im Median den gleichgewichtigen Output, gegenüber dem Basisszenario ohne Anhebung der Eigenkapitalstandards, in der langen Frist um 0,09 vH verringert (Schaubild 41). Die zugrundeliegenden Modelle prognostizieren einen minimalen und maximalen Output-Verlust von 0,02 vH beziehungsweise 0,35 vH im Vergleich zur Basisprojektion. Insgesamt kann also sowohl in der Anpassungsphase wie auch in der langen Frist von geringen Effekten auf das Bruttoinlandsprodukt ausgegangen werden.

Schaubild 41

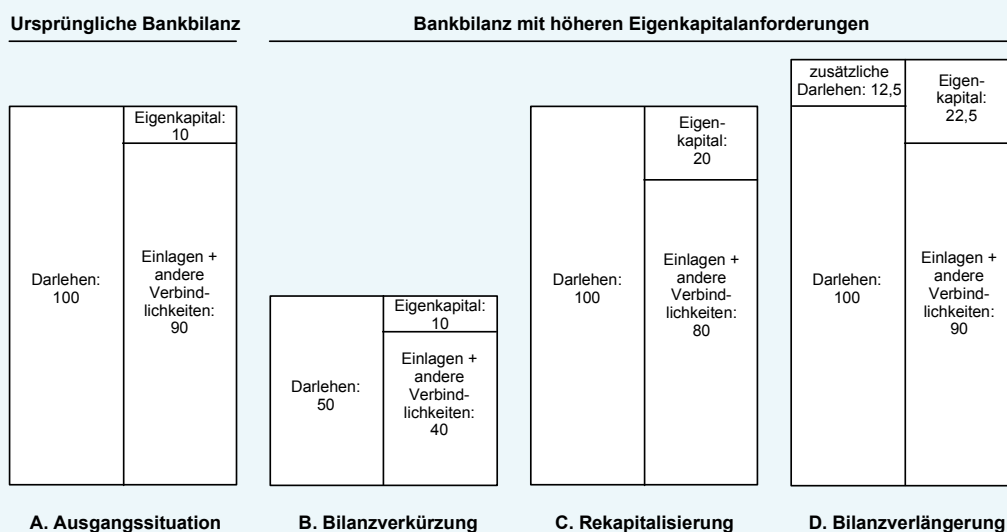


286. Grundsätzlich können Banken mit verschiedenen bilanziellen Maßnahmen auf höhere Eigenkapitalanforderungen reagieren und so die Kreditvergabe erhalten oder sogar ausweiten (Admati et al., 2011). Als illustratives Beispiel dient eine Bank mit einer Bilanzsumme von 100 Euro. Das regulatorische Eigenkapital soll in der Ausgangssituation mindestens 10 vH der Aktiva betragen. Damit begibt die Bank 100 Euro an Krediten, die mit 10 Euro Eigenkapital

tal und 90 Euro Einlagen und anderen Verbindlichkeiten finanziert werden (Schaubild 42, A). Im Folgenden werden die Eigenkapitalanforderungen auf 20 vH der Aktiva angehoben. In einer ersten Option reagiert die Bank mit einer Bilanzverkürzung (Schaubild 42, B). Der Verschuldungsgrad wird gesenkt, indem die Kreditvergabe um 50 Euro eingeschränkt und die Verbindlichkeiten von 90 Euro auf 40 Euro verringert werden. In einer zweiten Option reagiert die Bank mit einer Rekapitalisierung (Schaubild 42, C). Die Bilanzgröße – und damit das Kreditvolumen – wird beibehalten, indem die Verbindlichkeiten um 10 Euro reduziert werden und das Eigenkapital um 10 Euro erhöht wird. Im Rahmen einer dritten Option können die höheren Eigenkapitalstandards erfüllt werden, ohne die Kreditlinien und die Verbindlichkeiten zu kürzen (Schaubild 42, D). Durch das zusätzlich akquirierte Eigenkapital von 12,5 Euro können die Bilanz sogar verlängert und die Kreditlinien ausgeweitet werden. Ein Literaturüberblick über das Anpassungsverhalten von Banken in Reaktion auf höhere Eigenkapitalstandards deutet darauf hin, dass zwar in der kurzen Frist Friktionen bei der Kreditvergabe auftreten können, hingegen langfristig eher die Strategie einer Kapitalerhöhung verfolgt wird (VanHoose, 2008).

Schaubild 42

Alternative Reaktionen der Banken auf höhere Eigenkapitalanforderungen



Daten zum Schaubild

Quelle: Admati et al. (2011)

© Sachverständigenrat

287. Den möglichen einzel- und gesamtwirtschaftlichen Kosten von höherem Eigenkapital ist der **gesamtwirtschaftliche Nutzen** gegenüberzustellen, der darin besteht, dass die Häufigkeit und Intensität von systemischen Finanzkrisen vermindert wird (BCBS, 2010b). Historische Befunde zeigen, dass Banken Krisen im Durchschnitt alle 20 bis 25 Jahre auftreten. Durch höhere Eigenkapitalanforderungen werden Banken robuster gegenüber wirtschaftlichen Schocks und können Schwankungen der Vermögenswerte besser ausgleichen, wodurch die Wahrscheinlichkeit von Banken Krisen signifikant sinkt (BCBS, 2010b; Barrell, Davis, Fie, et al., 2009; Barrell, Davis, Karim, et al., 2009). Mit höheren Kapitalpuffern verringert sich zu-

dem die Amplitude von Konjunkturzyklen signifikant, denn die höhere Eigenkapitalquote schränkt in der Boomphase die Kreditvergabe ein und wirkt damit antizyklisch. Sie hilft exzessive Kreditvergabe und Verschuldung in Aufschwung- und Boomphasen abzumildern, die zusätzliche Gefahren in der sich anschließenden Abschwungphase darstellen. Gleichzeitig besitzen Banken mit einem höheren Eigenkapitalpolster in der Rezession mehr Flexibilität und können dann Verluste leichter absorbieren (BCBS, 2010b).

288. Vor dem Hintergrund, dass ein effektives, grenzüberschreitendes Insolvenzregime für SIFIs allenfalls in sehr, sehr weiter Ferne liegt dürfte, wiegen die Argumente für deutlich höheres Eigenkapital umso schwerer. Diese Argumente gelten für das Bankensystem allgemein, aber insbesondere für **systemrelevante Banken**. Eine höhere Widerstandsfähigkeit von systemrelevanten Finanzinstituten bietet erheblichen volkswirtschaftlichen Nutzen, indem die Häufigkeit und Intensität von systemischen Krisen verringert wird. Kosten-Nutzen-Analysen deuten darauf hin, dass **Eigenkapitalanforderungen von bis zu 20 vH der risikogewichteten Aktiva** per Saldo die daraus entstehenden Kosten überkompensieren und somit ein gesamtwirtschaftlicher Gewinn durch die Regulierung entsteht (Miles et al., 2011; BCBS, 2010b; Barrell, Davis, Fic et al., 2009). In Anbetracht dessen sollte dieser Wert von regulatorischer Seite durchaus angestrebt werden. Sofern sich die Umsetzung am Terminplan des Basel III-Akkords orientiert, also bis zum Jahr 2019 andauert, sollte die Gefahr möglicher Engpässe am Kapitalmarkt, die beim Aufbau zusätzlicher Eigenkapitalpolster zu Problemen führen könnten, begrenzt sein.

Notwendigkeit eines robusten Regulierungsrahmens

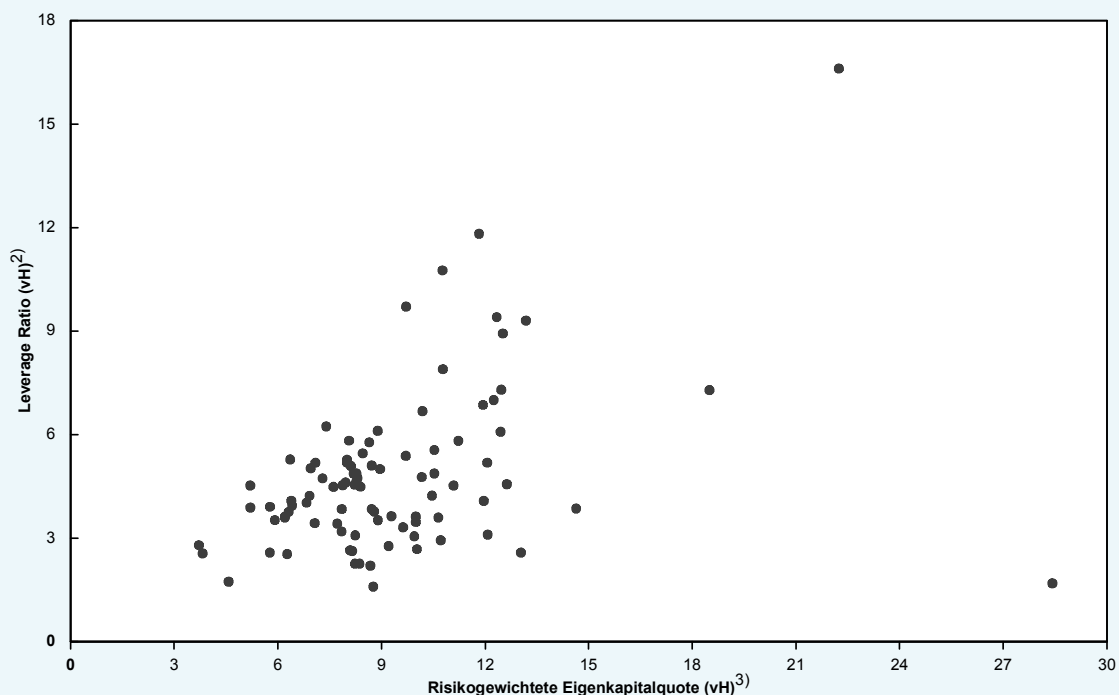
289. Mit der Eigenkapitalregulierung werden mehrere, möglicherweise gegenläufige Ziele verfolgt: Eigenkapital soll als Puffer für unvorhergesehene Verluste dienen, vor einem Ausfall schützen und gleichzeitig Anreize reduzieren, hohe Risiken einzugehen.

Den Baseler Ansatz kennzeichnet das Bestreben, anhand einer möglichst präzisen Abschätzung der Risiken einzelner Aktiva und geeigneter Risikogewichte das Gesamtrisiko eines Instituts zu steuern. Die Weiterentwicklung von Basel I zu Basel III bestand in einer laufenden Verfeinerung und Präzisierung der Risikogewichte. Dies wurde notwendig, nicht nur weil sich die älteren Risikomodelle als unzutreffend erwiesen, sondern auch weil die Banken auf die von dem Regelwerk ausgehenden Anreizstrukturen reagierten und bestehende Regelungslücken ausnutzten. Insgesamt haben sich die **risikogewichteten Eigenkapitalvorschriften mehrfach als zu wenig robust** erwiesen, da die von den Banken selbst entwickelten internen Modelle, mit denen die Risikogewichte bestimmt werden, aber auch die externen Modelle von Rating Agenturen in Krisensituationen nicht in der Lage waren, die tatsächlichen Risiken darzustellen. Kritiker des Baseler Ansatzes hinterfragen zudem, ob die Feinsteuerung von einzelwirtschaftlichen und erst recht von Systemrisiken sowohl theoretisch wie auch praktisch überhaupt möglich sei. Gemäß dieser Sichtweise wird die Eigenkapitalregulierung beim Versuch, die Risikonahme zu steuern, immer scheitern müssen – umso mehr, wenn es um systemische Risiken geht (Hellwig, 2010).

290. Ein Ansatz, der die Notwendigkeit einer Risikogewichtung vermeidet, ist die **Leverage Ratio**, die das regulatorische Eigenkapital ins Verhältnis zur (nicht-risikoadjustierten) Bilanzsumme setzt. Mit anderen Worten gewichtet die Leverage Ratio sämtliche Aktiva mit 100 vH und ist aus diesem Grund robust gegen falsche Risikoeinschätzungen. Rückblickend wäre das System mit einer angemessenen Leverage Ratio weniger anfällig gegenüber Risiken von Staatsanleihen gewesen, da diese wie alle anderen Forderungen von vorneherein nicht mit einem Gewicht von Null, sondern mit dem vollen Risikogewicht in die Eigenkapitalregulierung eingegangen wären.

Dass es sich bei risikogewichteten Eigenkapitalquoten und der Leverage Ratio – hier berechnet als Relation von hartem Kernkapital zur ausgewiesenen Bilanzsumme – tatsächlich um unterschiedliche Messgrößen handelt, verdeutlicht ein Vergleich für die 90 europäischen Banken, die am EBA-Stresstest vom Juni 2011 teilgenommen haben. Die beiden Maße scheinen nur schwach miteinander korreliert. So finden sich zahlreiche Institute, die nach der risikogewichteten Methode vermeintlich „risikoarm“ sind, aber einen hohen Verschuldungshebel und damit eine geringe bilanzielle Leverage Ratio aufweisen (Schaubild 43).

Schaubild 43

Harte Kernkapitalquote und Leverage Ratio europäischer Banken im Jahr 2010¹⁾

1) Eigene Berechnungen basierend auf dem Bankenstresstest 2011; Quelle für Grundzahlen: EBA. Hartes Eigenkapital: Ende 2010; Bilanzsumme: Berücksichtigung der bis zum 30. April 2011 geplanten Maßnahmen.– 2) Hartes Kernkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme.– 3) Hartes Kernkapital im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva.

© Sachverständigenrat

Daten zum Schaubild

291. Allerdings ist die Leverage Ratio nicht **eindeutig und allgemeingültig definiert**. So können sich Leverage Ratios in der Definition des Zählers unterscheiden, je nachdem ob eine breite oder enge Eigenkapitalgröße herangezogen wird. Darüber hinaus bestehen eklatante Unterschiede, je nachdem, ob die Bilanzierung nach US-amerikanischen Rechnungslegungs-

vorschriften (US-GAAP) oder IFRS vorgenommen wird. Insbesondere erlaubt das US-GAAP im Vergleich zum IFRS eine sehr viel umfangreichere gegenseitige Aufrechnung von Derivatepositionen, mit der Konsequenz, dass ein und dieselbe Bilanz nach US-GAAP deutlich kürzer ausfällt als nach IFRS. Die Unterschiede und Schwierigkeiten, die sich bei der Berechnung der Leverage Ratio ergeben, wenn identische Eigenkapitaldefinitionen mit jeweils unterschiedlichen Definitionen der Bilanzsumme zusammenkommen, werden anhand der ausgewiesenen Kennzahlen der Deutschen Bank anschaulich illustriert (Tabelle 18). Die nach IFRS ausgewiesene Bilanzsumme der Deutschen Bank lag am Ende des dritten Quartals 2011 bei fast 2,3 Billionen Euro und das Eigenkapital bei 53,1 Mrd Euro. Auf Basis dieser Zahlen ergäbe sich eine Leverage Ratio von 2,3 vH. Die Deutsche Bank weist in ihren Kennzahlen eine Überleitungsrechnung aus, in der die IFRS Bilanzsumme derart angepasst wird, dass sie der Bilanzsumme nach US-GAAP angenähert wird. Die so ausgewiesene Bilanzsumme ist um mehr als 43 vH kleiner als die nach IFRS und liegt dann bei 1,3 Billionen Euro. Die Leverage Ratio, die sich bei einem ebenfalls nach US-GAAP ermittelten Eigenkapital von 57,6 Mrd Euro ergibt, liegt dann bei gut 4,4 vH.

Tabelle 18

Kennzahlen der Deutschen Bank¹⁾

Bilanzkennzahlen	Bilanzkennzahlen		Regulatorische Kennzahlen	
	IFRS	US-GAAP		Mio Euro
	Mrd Euro			
Bilanzsumme	2 282	1 296	(1) Tier 1 Kapital	46 638
			darunter: Tier 1 Kernkapital	34 090
Eigenkapital	53,1	57,6	(2) Tier 2 Kapital	5 175
			Regulatorisches Kapital (1) + (2)	51 814
Eigenkapital zu Bilanzsumme			Risikogewichtete Aktiva	337 618
"Leverage Ratio" ²⁾	2,3	4,4	Tier 1 Kernkapitalquote (vH)	10,1
			Tier 1 Kapitalquote (vH)	13,8
			Regulatorisches Kapital zu	
			risikogewichteten Aktiva (vH)	15,3

1) Zum Ende des dritten Quartals 2011; siehe auch www.db.com/ir/en/download/FDS_3Q2011.pdf. – 2) In vH.

Daten zur Tabelle

Quelle: Deutsche Bank

292. Die **Baseler Definition** soll hinsichtlich der Leverage Ratio einen neuen Standard setzen und insbesondere dazu dienen, die verschiedenen Rechnungslegungssysteme zu harmonisieren und unter anderem eine einheitliche Behandlung der Derivate herzustellen. Darüber hinaus erweitert die Baseler Definition die bereinigte Bilanzsumme um außerbilanzielle Positionen, wodurch die Leverage Ratio nach Basel III niedriger ausfallen dürfte als eine, die ausschließlich die risikogewichteten Bilanzpositionen berücksichtigt. Nach der Basler Definition liegt die durchschnittliche Leverage Ratio der Gruppe der größten deutschen Banken bei nur 1,3 vH. Im Vergleich dazu liegt die bilanzielle Leverage Ratio (Kernkapital zur Bilanzsumme ohne Korrekturen) der deutschen Banken, die am EBA-Stresstest 2011 teilgenommen haben, bei rund 3,3 vH. Um eine tragfähige Datengrundlage für jede weitere Auseinandersetzung mit einer Leverage Ratio zu legen, erscheint es somit dringend erforderlich, die erst

für 2015 geplante **Veröffentlichung einer einheitlichen und über Länder** hinweg vergleichbaren Leverage Ratio, vorzuziehen.

Trotz der definitorischen Schwierigkeiten verdeutlichen sowohl die bilanzielle wie die Baseler Leverage Ratio eindrucksvoll, wie erschreckend hoch die Verschuldungshebel, und damit wie dünn die Kapitaldecke und die potentielle Anfälligkeit des System sind.

293. Im Baseler Regelwerk hat die Leverage Ratio nur einen untergeordneten Stellenwert. Sie soll erst nach einer Beobachtungsphase und nur als zusätzliches Korrektiv zum Einsatz kommen. Vorgesehen ist die Höchstverschuldungsquote – Kernkapital in Relation zur bereinigten Bilanzsumme, einschließlich außerbilanzieller Positionen – von 3,0 vH anzusetzen. Um das Bankensystem robuster gegen Schocks zu machen, spricht vieles dafür, eine Leverage Ratio nicht nur subsidiär zur Eigenkapitalregulierung einzusetzen. Perspektivisch sollte der Leverage Ratio die primäre Funktion zukommen, einen soliden Puffer bereitzustellen, der immun ist gegen Modellrisiken und Versuche, die risikogewichteten Eigenkapitalanforderungen zu umgehen, sowie den Aufbau übermäßiger Fremdfinanzierung einzudämmen. Die risikogewichteten Eigenkapitalanforderungen würden damit zusätzlich als Schutz gegen zu hohe Risikonahme dienen.

294. Der Sachverständigenrat hat bereits 2008 eine Leverage Ratio von bis zu 5 vH gefordert (JG 2008 Ziffer 290). In der Schweiz soll perspektivisch eine Leverage Ratio von 5 vH für die systemrelevanten Institute eingeführt werden. Deutlich höher sollte die Leverage Ratio nach den Vorstellungen namhafter Ökonomen liegen. So gibt es die Forderung einer Leverage Ratio von bis zu 30 vH (Hellwig, 2011) und der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie hat eine Leverage Ratio von deutlich über 10 vH gefordert (Wissenschaftlicher Beirat beim BMWi, 2010). Allerdings sind diese Vorschläge schwer vergleichbar, solange keine einheitliche Definition der Leverage Ratio vorliegt.

Abhängig von den unterschiedlichen zugrunde liegenden Bewertungsmaßstäben implizieren diese Vorschläge einen Bruttoverschuldungsgrad der Finanzinstitute zwischen dem 20-fachen und dem 3,3-fachen des Eigenkapitals. Aus Sicht des Sachverständigenrates erscheint es angemessen, auf der Grundlage der Baseler Definition die bilanziellen und außerbilanziellen Aktivitäten eines Finanzinstituts auf das 20-fache des Kernkapitals zu begrenzen. Dies entspricht einer **Leverage Ratio nach Basel III in Höhe von 5 vH** und dürfte einer etwa doppelt so hohen bilanziellen Leverage Ratio entsprechen. Dabei könnte die vom BCBS vorgeschlagene Leverage Ratio von 3 vH als Ausgangspunkt dienen und stufenweise angehoben werden. Begleitende Evaluationsstudien sollten kontinuierlich die finanz- und volkswirtschaftlichen Auswirkungen untersuchen und sie jeweils ins Verhältnis zum volkswirtschaftlichen Nutzen eines robusten Finanzsystems setzen.

Literatur

- Admati, A., P. DeMarzo, M. Hellwig und P. Pfleiderer (2011) *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*, The Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Series No. 86, Stanford GSB Research Paper No. 2063.
- Angelini, P. et al. (2011) *Basel III: Long-term Impact on Economic Performance and Fluctuations*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Working Papers No. 338.
- Barrell, R., P. Davis, T. Fic, D. Holland, S. Kirby und I. Liadze (2009) *Optimal Regulation of Bank Capital and Liquidity: How to Calibrate New International Standards*, Financial Services Authority (FSA), Occasional Paper Series Nr. 38.
- Barrell, R., P. Davis, D. Karim und I. Liadze (2009) *Bank Regulation, Property Prices and Early Warning Systems for Banking Crises in OECD Countries*, NIESR Discussion Paper Nr. 330.
- BCBS (2010a) *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.
- (2010b) *Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements*, Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, revidierte Fassung vom Juni 2011.
- (2011a) *Resolution Policies and Frameworks – Progress so far*, Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.
- (2011b) *Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems*, Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, revidierte Fassung vom Juni 2011.
- (2011c) *Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement*, Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS), Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Consultative Document.
- Borensztein, E. und U. Panizza (2008) *The Costs of Sovereign Default*, Internationaler-Währungsfonds, Working Paper Nr. WP/08/238.
- Bulow, J. und K. Rogoff (1989) *Sovereign Debt: Is to Forgive to Forget?*, American Economic Review, 79, 43-50.
- DB-Research (2011) *Identifying Systemically Important Financial Institutions (SIFIs)*, Deutsche Bank Research.
- DeGrauwe, P. (2011) *The Governance of a Fragile Eurozone*, Economic Policy, CEPS Working Documents Nr. 346.
- Dell’Aricca, G., I. Schnabel und J. Zettelmeyer (2006) *How Do Official Bailouts Affect the Risk of Investing in Emerging Markets?*, Journal of Money, Credit, and Banking, 38; (7), 1689-1714.
- Delpla, J. und J. von Weizsäcker (2010) *The Blue Bond Proposal*, Bruegel Policy Brief 2010/03.
- Diamond, D. und P. Dybvig (1983) *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*, Journal of Political Economy, 91; (3), 401-419.

- Dungey, M., R. Fry, B. González-Hermosillo und V. Martin (2002) *International Contagion Effects from the Russian Crisis and the LTCM Near-Collapse*, Internationaler Währungs fonds, Working Paper Nr. WP/02/74.
- Eaton, J., M. Gersovitz und J. E. Stiglitz (1986) *The pure Theory of Country Risk*, European Economic Review, 30, 481-513.
- Eichengreen, B. (2011) *Coco for Europe*, Project Syndicate, The Next Financial Order, 11. Oktober 2011.
- Elliott, D. (2009) *Quantifying the Effects on Lending of Increased Capital Requirements*, The Brookings Institution.
- (2010a) *A Further Exploration of Bank Capital Requirements: Effects of Competition from Other Financial Sectors and Effects of Size of Bank or Borrower and of Loan Type*, The Brookings Institution.
- (2010b) *A Primer on Bank Capital*, The Brookings Institution.
- Europäische Kommission (2011a) *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Prudential Requirements for Credit Institutions and Investment Firms*, COM(2011) 452.
- (2011b) *Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Zugang zur Tätigkeit von Kreditinstituten und die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 2002/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die zusätzliche Beaufsichtigung der Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Wertpapierfirmen eines Finanzkonglomerats*, KOM(2011) 453.
- Europäischer Rat (2011) *Erklärung der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten der Europäischen Union*, Brüssel, 26. Oktober 2011.
- Europäisches Parlament (2010) *Verordnung (EU) Nr. 1092/2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken*.
- FSA (2009) *A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority (FSA), Discussion Paper Nr. 09/2.
- FSB (2010) *Reducing the Moral Hazard posed by Systemically Important Financial Institutions*, FSB Recommendations and Time Lines, Financial Stability Board (FSB).
- Feenstra, R. und A. Taylor (2008) *International Economics*, New York: Worth Publishers.
- Fonteyne, W. et al. (2010) *Crisis Management and Resolution for a European Banking System*, Internationaler Währungs fonds, Working Paper Nr. 10/70.
- Goldstein, M. und N. Veron (2011) *Too Big to Fail: The Transatlantic Debate*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper No. 11-2.
- Goodhart, C. (2010) *Are CoCos from Cloud Cuckoo-Land?*, VoxEU, 10. Juni 2010.
- Goodhart, C. und D. Schoenmaker (2006) *Burden Sharing in a Banking Crisis in Europe*, Sveriges Riksbank Economic Review, 2, 34-57.
- Hellwig, M. (2010) *Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?*, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, Arbeitspapier 2010/31.
- (2011) *Regulierung globaler Finanzmärkte in der Zukunft*, Keynote-Rede bei der Jahrestagung 2011 des Vereins für Socialpolitik, 4. September 2011.

- ICB (2011) *Final Report of the Independent Commission on Banking*, Independent Commission on Banking.
- IWF (2011a) *Global Financial Stability Report*, Internationaler Währungsfonds.
- (2011b) *United Kingdom: 2011 Article IV Consultation - Staff Report*; Staff Supplement; Staff Statement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for the United Kingdom, Internationaler Währungsfonds.
- Kashyap, A. K., J. C. Stein und S. G. Hanson (2010) *An Analysis of the Impact of „Substantially Hightened“ Capital Requirements on Large Financial Institutions*, Mimeo.
- King, M. R. (2010) *Mapping Capital and Liquidity Requirements to Bank Lending Spreads*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Working Paper Nr. 324.
- Kletzer, K. (1994) *Sovereign Immunity and International Lending*, in: van der Ploeg, F.: *The Handbook of International Macroeconomics*, Oxford: Blackwell, 439-479.
- Kohn, M. G. (1999) *Merchant Banking in the Medieval and Early Modern Economy*, Dartmouth College, Department of Economics Working Paper Nr. 99-05.
- Krueger, A. (2001) *International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring*, Rede von Anne Krueger, Geschäftsführende Direktorin des Internationalen Währungsfonds, anlässlich des National Economists' Club Annual Members' Dinner, American Enterprise Institute, Washington, D.C., 26. November 2001.
- De Larosière, J. et al. (2009) *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*.
- MAG (2010a) *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements - Final Report*, Macroeconomic Assessment Group (MAG) des Financial Stability Board und Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht.
- (2010b) *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements - Interim Report*, Macroeconomic Assessment Group (MAG) des Financial Stability Board und Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht.
- Maes, S. und W. Schoutens (2010) *Contingent Capital: An In-Depth Discussion*, Catholic University of Leuven, Discussion Paper.
- McDonald, R. (2010) *Contingent Capital with a Dual Price Trigger*, Northwestern University - Kellogg School of Management.
- Miles, D., J. Yang und G. Marcheggiano (2011) *Optimal Bank Capital*, Bank of England, Discussion Paper Nr. 31.
- Modigliani, F. und M. Miller (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review*, 48, 261-297.
- De Paoli, B., G. Hoggarth und V. Saporta (2006) *Costs of sovereign default*, Bank of England, Financial Stability Paper No. 1.
- Reinhart, C. und K. Rogoff (2009) *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Reinhart, C., K. Rogoff und M. A. Savastano (2003) *Debt Intolerance*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-74.

- Van Rijckeghem, C. und B. Weder di Mauro (2001) *Sources of Contagion: Is it Finance or Trade*, Journal of International Economics, 54; (2), 293-308.
- Sachs, J. (1984) *Theoretical Issues in International Borrowing*, Princeton Studies in International Finance.
- Schweizer Expertenkommission (2010) *Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen*, <http://www.sif.admin.ch/dokumentation/00522/00724/00725/index.html?lang=de>.
- Sinn, H.-W. und K. Carstensen (2010) *Ein Krisenmechanismus für die Eurozone*, ifo Schnelldienst, Sonderausgabe.
- Slovik, P. und B. Cournède (2011) *Macroeconomic Impact of Basel III*, OECD Economics Department, Working Paper No. 844.
- Sturzenegger, F. und J. Zettelmeyer (2006) *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Sundaresan, S. und Z. Wang (2010) *Designing of Contingent Capital with a Stock Price Trigger for Mandatory Conversion*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Paper No. 448.
- Trebesch, C., U. S. Das und M. G. Papaioannou, (2010) *Sovereign Default Risk and Private Sector Access to Capital in Emerging Markets*, Internationaler Währungsfonds, Working Paper Nr. 10/10.
- VanHoose, D. D. (2008) *Bank Capital Regulation, Economic Stability, and Monetary Policy: What does the Academic Literature tell us?*, Atlantic Economic Journal, 36, 1-14.
- Weber, A., J. Ulbrich und K. Wendorff (2011) *Finanzmarktstabilität sichern, Investorenverantwortung stärken, Steuerzahler schonen - ein Vorschlag zur Stärkung des Europäischen Stabilitätsmechanismus durch die geeignete Ausgestaltung künftiger Anleihekonditionen*, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 3. März 2011.
- Winkler, M. (1933) *Foreign Bonds, An Autopsy: A Study of Default and Repudiations of Government Obligations*, Philadelphia: Swain.
- Wissenschaftlicher Beirat beim BMWi (2010) *Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise*, Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi), 03/10.

