



BANKEN- UND KAPITALMARKTUNION ENTSCHIEDENER VORANTREIBEN

I. Verhaltene Fortschritte bei der Banken- und Kapitalmarktunion

II. Banken- und Kapitalmarkt zehn Jahre nach der Finanzkrise

III. Vertiefung der Bankenunion

1. Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten
2. Fiskalische Letztsicherung für den Abwicklungsfonds
3. Diskussion über eine gemeinsame europäische Einlagensicherung
4. Risikoreduzierung und Risikoteilung

IV. Hürden im europäischen Finanzmarkt

1. Geringe Risikoteilung im Euro-Raum
2. Hürden für den gemeinsamen Bankenmarkt schrittweise reduzieren
3. Impulse für die europäische Kapitalmarktunion

Anhang

Literatur

DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Zehn Jahre nach der globalen Finanzkrise und vier Jahre seit Beginn der Europäischen Bankenunion sind die **Fortschritte** bei der Stabilisierung des Bankensystems, der Lockerung des Staaten-Banken-Nexus und der Finanzintegration **verhalten**. Mechanismen, welche die vorherige Krise verschärft hatten, scheinen nach wie vor wirksam zu sein. Die Reaktionen auf den Kapitalmärkten im Kontext der italienischen Regierungsbildung und Budgetverhandlungen machen deutlich, dass die Europäische Währungsunion nach wie vor nicht stabil ist. Daher sind weitere Reformen im Bereich der Finanzmärkte notwendig. Allerdings erfordert dies, dass keine Regierung die Mitgliedschaft in der Währungsunion und deren Regelwerk infrage stellt.

Insbesondere muss der Risikoverbund zwischen Banken und Staaten gelockert werden. Dies erfordert eine **Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten**, etwa durch risikogemäße Großkreditgrenzen mit risikoadäquater Eigenkapitalunterlegung oder durch Konzentrationszuschläge. Bei diesen ist die Bonität der staatlichen Schuldner zu berücksichtigen, um negative Anreizwirkungen zu vermeiden. Wohldiversifizierte Portfolios könnten bis zu einem bestimmten Umfang von der Regulierung freigestellt werden, um Wettbewerbseffekte abzumildern. Allerdings könnten Ansteckungsrisiken über das verstärkte Halten ausländischer Staatsanleihen zunehmen.

Die Einführung einer **fiskalischen Letztsicherung für den Einheitlichen Abwicklungsfonds** ist sinnvoll. Bei der Nutzung dieses Backstops muss allerdings verhindert werden, dass er zu Bankenretungen durch die Hintertür verwendet wird. Zusätzlich sollte über Möglichkeiten zur Bereitstellung von Liquidität im Abwicklungsfall nachgedacht werden.

Eine **gemeinsame Einlagensicherung** könnte sinnvoll sein, sofern sie **anreizkompatibel** ausgestaltet ist, etwa in Form eines Rückversicherungssystems mit banken- und länderspezifischen Prämien. Allerdings ist die **Aufhebung der regulatorischen Privilegierung** von Forderungen gegenüber Staaten eine **zwingende Voraussetzung**. Zusätzlich sind weitere Schritte zur Risikoreduktion erforderlich.

Um eine bessere Risikoteilung über Länder hinweg zu ermöglichen, ist die **Beseitigung von Hindernissen für die Finanzintegration** in Europa ein wichtiges längerfristiges Ziel. Die Bankenunion kann wesentlich zu einer besseren Integration der europäischen Bankenmärkte beitragen. Zusätzlich sollten Integrationshürden abgebaut werden, die grenzüberschreitende Fusionen unnötig erschweren. Von besonderer Bedeutung ist eine **stärkere Vereinheitlichung von Regulierung und Aufsicht** durch eine Verringerung nationaler Wahlrechte.

Die **Kapitalmarktunion** ist eine wesentliche Ergänzung der Bankenunion, um die Entwicklung und Integration der europäischen Kapitalmärkte zu fördern und die starke Abhängigkeit der europäischen Unternehmen von den Banken zu reduzieren. Hierbei sollte die Stärkung **resilienter Finanzierungsformen**, vor allem in Form von Eigenkapital, im Vordergrund stehen.

Wesentliche Elemente zur Förderung eines integrierten Kapitalmarkts sind eine gewisse Harmonisierung des Insolvenzrechts und die steuerliche Gleichbehandlung von Fremd- und Eigenkapital. Zudem sollten die **Kompetenzen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) ausgeweitet** werden. Schließlich sollten Maßnahmen zur **Stärkung des Kapitalangebots** ergriffen werden, beispielsweise durch eine Stärkung der privaten und betrieblichen Altersvorsorge und eine Verbesserung der finanziellen Bildung.

I. VERHALTENE FORTSCHRITTE BEI DER BANKEN- UND KAPITALMARKTUNION

471. Die Gründung der **Banken- und Kapitalmarktunion** ist eine zentrale Antwort auf die Schwachstellen in der Architektur des Euro-Raums, die sich in der globalen Finanzkrise und der nachfolgenden Krise im Euro-Raum offenbart hatten. Zehn Jahre nach der globalen Finanzkrise und vier Jahre seit Beginn der Bankenunion zeigt sich jedoch, dass die **Fortschritte** bei der Stabilisierung des Bankensystems, der Lockerung des Staaten-Banken-Nexus und der Finanzintegration **verhalten** sind.
472. Mechanismen, welche die vorherige Krise verschärft hatten, scheinen nach wie vor wirksam zu sein. Daher hätte eine erneute **Staatsschuldenkrise** vermutlich **starke Auswirkungen auf** den heimischen **Bankensektor** des betroffenen Landes. Dies ginge wiederum mit erheblichen Belastungen für die heimische Wirtschaft einher, da das europäische Finanzsystem weiterhin stark bankbasiert ist und grenzüberschreitende Kredite die Ausnahme sind.

Für die langfristige Stabilität der Währungsunion wären angesichts der großen Bedeutung der Finanzmärkte weitere Schritte zur **Vertiefung der Bankenunion** notwendig. Allerdings erfordert dies, dass keine Regierung die Mitgliedschaft in der Währungsunion und deren Regelwerk infrage stellt. Die Reaktionen auf den Kapitalmärkten im Kontext der italienischen Regierungsbildung und Budgetverhandlungen machen deutlich, dass die Märkte dem Bekenntnis Italiens zur Mitgliedschaft im Euro-Raum nicht uneingeschränkt trauen.

473. Im Juni dieses Jahres haben sich die Regierungen auf dem Euro-Gipfel der Staats- und Regierungschefs auf die Einführung einer **fiskalischen Letztversicherung** (Fiscal Backstop) des Einheitlichen Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund, SRF) sowie auf eine weitere Risikosenkung im Bankensystem verständigt (Rat der Europäischen Union, 2018). Zusätzlich sollen Verhandlungen über eine **gemeinsame Einlagensicherung** (European Deposit Insurance Scheme, **EDIS**), die dritte Säule der Bankenunion, aufgenommen werden. Die Entscheidungen über die Details wurden auf den kommenden Gipfel im Dezember vertagt. Aufgrund der zu erwartenden langwierigen Verhandlungen und der geplanten langen Übergangsfristen sind keine kurzfristigen Fortschritte zu erwarten.
474. Allerdings fehlt ein wichtiges Element, das für die langfristige Stabilität der Währungsunion entscheidend ist. So sollte die **regulatorische Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten aufgehoben werden**, um den Risikoverbund zwischen Banken und Staaten zu lockern. Die bestehenden notleidenden Kredite (NPL) sollten schneller abgebaut werden, um weitere Reformschritte wie den **fiskalischen Backstop** für den Einheitlichen Abwicklungsfonds schneller zu ermöglichen und das Bankensystem glaubwürdig zu stabilisieren. Eine **gemeinsame Einlagensicherung** könnte sinnvoll sein, sofern sie anreizkompatibel ausgestaltet ist. Dies setzt jedoch andere Reformen vo-

raus, insbesondere die regulatorische Entprivilegierung von Forderungen gegenüber Staaten. Außerdem sind weitere Schritte zur **Risikoreduktion** erforderlich. Je rascher diese voranschreitet, desto größer dürften die Chancen auf eine Einigung bei der Einrichtung der gemeinsamen Einlagensicherung sein.

475. Ein wichtiges längerfristiges Ziel ist die **Beseitigung von Hürden für die Finanzintegration in Europa**, um eine bessere Risikoteilung über Kredit- und Kapitalmärkte zu ermöglichen. Angesichts der nach wie vor starken Bankbasierung kommt einem gemeinsamen Bankenmarkt eine besonders wichtige Rolle zu. Die Bankenunion ist wesentlich, um die Integration der europäischen Bankenmärkte zu stärken. Zusätzlich gilt es, Integrationshürden abzubauen, die **grenzüberschreitende Fusionen** unnötig erschweren.
476. Die **Kapitalmarktunion** ist ein wichtiges Komplement der Bankenunion, um die Entwicklung und Integration der europäischen Kapitalmärkte zu fördern und die Abhängigkeit der Unternehmen von der Bankfinanzierung zu reduzieren. Hierbei geht es insbesondere um die Stärkung resilienter Finanzierungsformen, vor allem in Form von Eigenkapital. Wesentliche Elemente zur Förderung eines integrierten Kapitalmarkts sind eine gewisse Harmonisierung des Insolvenzrechts und die steuerliche Gleichbehandlung von Fremd- und Eigenkapital. Zusätzlich sollten die **Kompetenzen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde** (European Securities and Markets Authority, ESMA) **ausgeweitet** werden. Sinnvoll wären zudem Maßnahmen zur Stärkung des Kapitalangebots, beispielsweise durch eine Stärkung der privaten und betrieblichen Altersvorsorge und eine Verbesserung der finanziellen Bildung.

II. BANKEN- UND KAPITALMARKT ZEHN JAHRE NACH DER FINANZKRISE

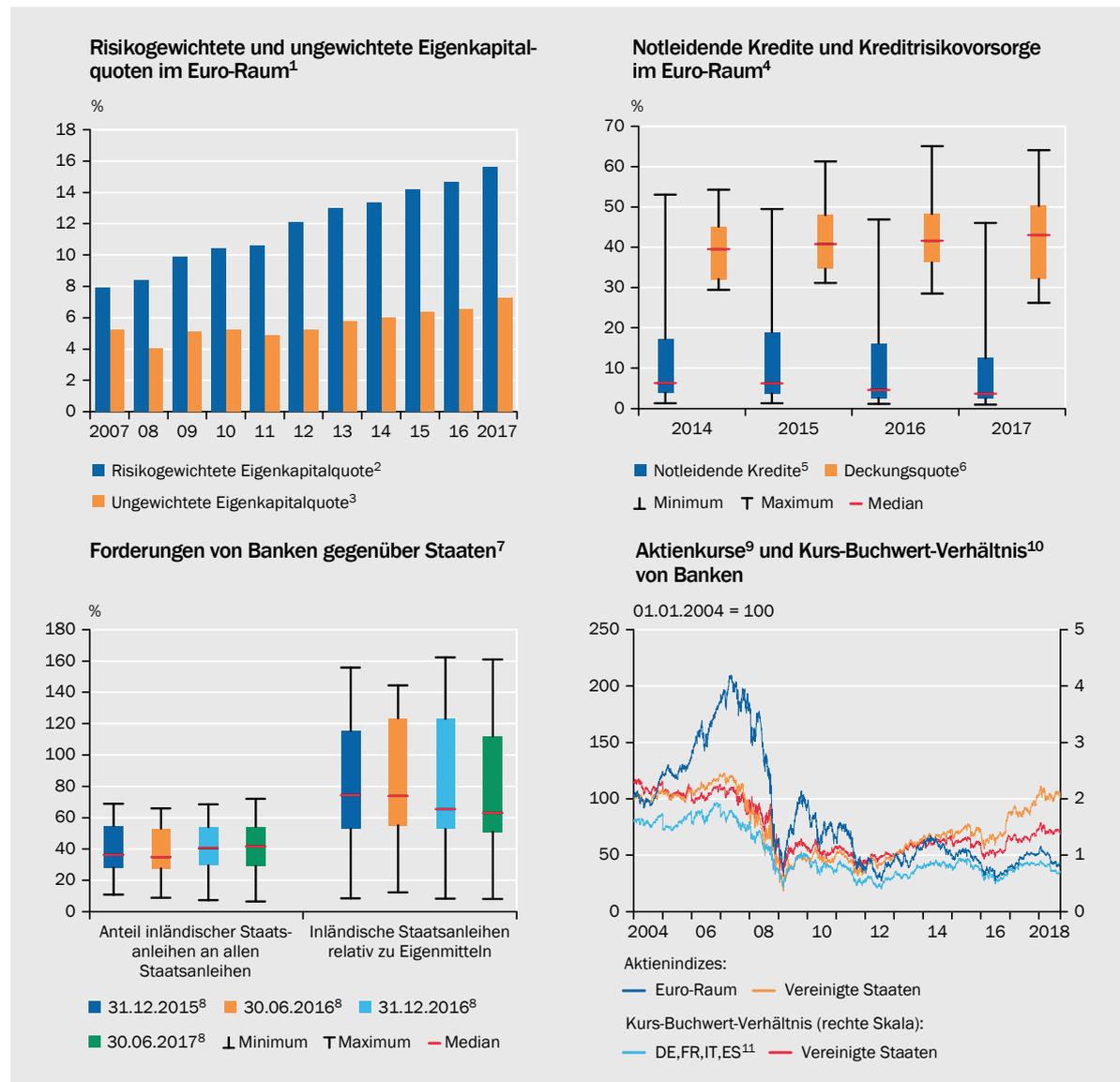
477. Die Jahre nach der globalen Finanzkrise und der Krise im Euro-Raum waren durch neue Regulierungen und institutionelle Reformen geprägt, insbesondere das **Basel-III-Abkommen**, das am Ende des vergangenen Jahres nach zähen Verhandlungen finalisiert wurde, und die **Europäische Bankenunion**, die im Jahr 2014 mit dem Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) begründet und im Jahr 2016 mit dem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism, SRM) weiter gestärkt wurde. Zusätzlich wurde das Projekt der **europäischen Kapitalmarktunion** angestoßen. Die zentralen Ziele dieser Reformen bestehen darin, den Bankensektor widerstandsfähiger zu machen, den engen Risikoverbund zwischen Banken und Staaten zu lockern und einen integrierten europäischen Banken- und Kapitalmarkt zu schaffen.
478. Den beachtlichen Fortschritten im rechtlichen Rahmenwerk stehen vergleichsweise **geringe Fortschritte in der Zielerreichung** gegenüber. Zwar hat sich das Eigenkapital der Banken relativ zu der Zeit vor der Finanzkrise spürbar erhöht, was allerdings teilweise auf einen deutlichen Rückgang der Risikovorsorge

zurückgeht. Dies könnte auf einer zu optimistischen Risikoeinschätzung aufgrund der guten wirtschaftlichen Entwicklung und langen Niedrigzinsphase beruhen (Deutsche Bundesbank, 2017). Daher dürften insbesondere die nicht risikogewichteten Eigenkapitalquoten noch immer zu niedrig sein, um die Widerstandsfähigkeit der Banken zu gewährleisten.

Zudem sind die notleidenden Kredite zwar in der Tendenz gesunken, sie befinden sich aber trotz der äußerst expansiven Geldpolitik und der außergewöhnlich guten konjunkturellen Lage noch immer auf einem deutlich erhöhten Niveau.

▾ **ABBILDUNG 62**

Ausgewählte Indikatoren zum Bankensystem im Euro-Raum



1 – Durchschnittlicher Wert für Banken und Bankengruppen des Euro-Raums. 2 – Die risikogewichtete Eigenkapitalquote setzt das Tier-1-Kapital einer Bank ins Verhältnis zu ihren risikogewichteten Aktiva. 3 – Die ungewichtete Eigenkapitalquote setzt das gesamte Eigenkapital einer Bank ins Verhältnis zu ihren gesamten Aktiva. 4 – Auf Länderebene; Werte für Estland ab 2016, Malta und Slowenien ab 3. Quartal 2015, restliche Länder ab 3. Quartal 2014. 5 – Interquartilsbereich. Notleidende Kredite und Kreditfazilitäten in Relation zu Bruttokrediten und Kreditfazilitäten. Kredite werden als notleidend klassifiziert, sofern sie mehr als 90 Tage überfällig sind oder eine vollständige Rückzahlung ohne Verwertung von Sicherheiten als unwahrscheinlich gilt. 6 – Interquartilsbereich. Die Deckungsquote setzt die Rückstellungen ins Verhältnis zum Gesamtwert der notleidenden Kredite. 7 – Aggregation der Einzelbankdaten auf Länderebene; ohne Estland, Litauen und Slowakei. 8 – Interquartilsbereich. 9 – Von Thomson Reuters gebildeter Aktienindex für Banken im Euro-Raum beziehungsweise in den Vereinigten Staaten. Euro-Raum: 82 Banken in 16 Mitgliedstaaten, Vereinigte Staaten: 39 Banken. 10 – Durchschnitt der Kurs-Buchwert-Verhältnisse gewichtet mit der Marktkapitalisierung in der Ländergruppe oder in den Vereinigten Staaten. Ländergruppe: 48 Banken; Vereinigte Staaten: 51 Banken. 11 – Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien.

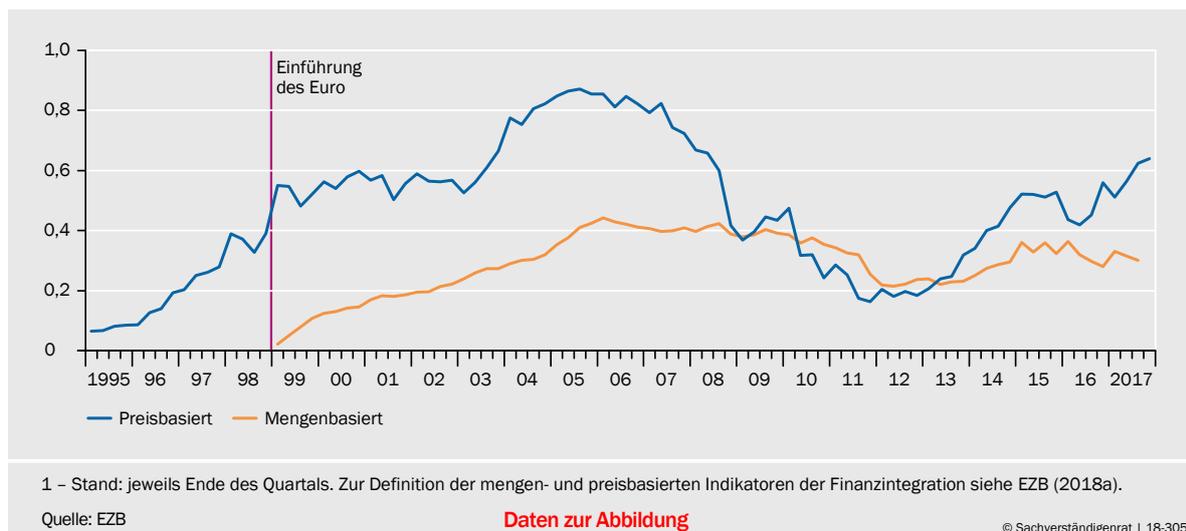
Quellen: EBA, EZB, Thomson Reuters

Im Zuge einer Normalisierung des Zinsumfelds und einer Eintrübung der Konjunktur ist mit einem erneuten Anstieg der NPL zu rechnen. Die starke Konzentration in den Portfolios der Banken auf heimische Staatsanleihen besteht fort. Die **Schwäche der europäischen Banken** zeigt sich in den nach wie vor sehr niedrigen Aktienkursen sowie Kurs-Buchwert-Verhältnissen, welche die verhaltenen Markterwartungen für den europäischen Bankensektor widerspiegeln. Eine wesentliche Ursache könnte die geringe Profitabilität dieser Banken sein, die auf die anhaltende Niedrigzinsphase sowie auf strukturelle Ursachen zurückgehen dürfte (JG 2016 Ziffern 500 ff.). [↘ ABBILDUNG 62](#)

479. Die **Finanzintegration** im Euro-Raum ist bis zur Finanzkrise stark angestiegen, ging danach aber bis zum Höhepunkt der Krise im Euro-Raum spürbar zurück. Sowohl preisbasierte als auch mengenbasierte Indikatoren sind seit dem Jahr 2012 wieder angestiegen, allerdings sind die mengenbasierten Indikatoren in jüngerer Zeit etwas gefallen. [↘ ABBILDUNG 63](#) Gleichzeitig bleibt das Finanzsystem des Euro-Raums stark bankbasiert, bei einer großen Heterogenität über Länder hinweg (JG 2015 Ziffern 440 ff.).

[↘ ABBILDUNG 63](#)

Indikatoren für die Finanzintegration im Euro-Raum¹



480. Die geringen Fortschritte nach der Krise bedeuten einerseits, dass die Effizienzpotenziale aus der Finanzintegration möglicherweise nicht ausreichend genutzt werden. [↘ ZIFFERN 525 FF.](#) Andererseits bringen sie Stabilitätsrisiken mit sich, wie am **Anstieg der Risikoprämien** in Reaktion auf die Regierungsbildung und Budgetverhandlungen in **Italien** deutlich wird. [↘ KASTEN 10](#) Die dortigen Ereignisse belegen zum einen das nach wie vor bestehende Redenominationsrisiko (also das Risiko des Austritts eines Landes aus dem Euro-Raum), zum anderen die möglichen Ausstrahlungseffekte auf andere Staaten und Banken des Euro-Raums. Somit bleibt die **Europäische Währungsunion** trotz der Reformen **verletzlich**. Dies unterstreicht die Dringlichkeit weiterer Reformen – zum einen der Vollendung der Bankenunion, zum anderen der verstärkten Integration der Finanzmärkte über die Kapitalmarktunion.

↘ KASTEN 10

Auswirkungen der Regierungsbildung und Budgetverhandlungen in Italien auf die Finanzmärkte

Italiens wirtschaftliche Entwicklung ist seit Jahren durch eine hohe Staatsverschuldung, ein geringes Wirtschaftswachstum und eine vergleichsweise hohe Arbeitslosigkeit gekennzeichnet. ↘ ZIFFER 254, TABELLE 3 Die Parlamentswahlen am 4. März 2018 führten zu langwierigen Verhandlungen über eine **Regierungsbildung**. Am 16. Mai 2018 löste das Bekanntwerden eines Entwurfs für ein Regierungsprogramm des Bündnisses der rechtspopulistischen Lega Nord und der linkspopulistischen 5-Sterne-Bewegung erhebliche Irritationen aus, da er Forderungen nach einem Schuldenerlass durch die Europäische Zentralbank (EZB) sowie Andeutungen eines möglichen Ausstiegs aus dem Euro enthielt.

Am 18. Mai 2018 legten die Parteien ein fiskalisch äußerst expansives Regierungsprogramm vor, das Zweifel an der Tragfähigkeit der italienischen Staatsfinanzen aufkommen ließ. Das Programm sah die Einführung eines Grundeinkommens für Arbeitswillige, den Verzicht auf eine bereits im Budget berücksichtigte Erhöhung der Mehrwertsteuer, die Vereinfachung des Steuersystems mit nur noch zwei Steuersätzen von 15 % und 20 % sowie eine teilweise Rückabwicklung der Reform des Rentensystems aus dem Jahr 2011 vor (Blanchard et al., 2018). Der langwierige Regierungsbildungsprozess ging mit einer **erhöhten Risikoeinschätzung Italiens** vonseiten der Marktteilnehmer einher. So kam es zu einem Anstieg der Zinsaufschläge auf Staatsanleihen im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen und einer Erhöhung der Preise für Kreditausfallversicherungen (Senior CDS-Spreads) italienischer Banken. Seitdem liegen beide Größen auf erhöhtem Niveau bei hoher Volatilität. ↘ **ABBILDUNG 64 OBEN LINKS UND RECHTS**

Im Zeitraum vom 15. bis zum 29. Mai 2018 stiegen die Zinsaufschläge italienischer Staatsanleihen rasant um etwa 150 Basispunkte. Dieser Anstieg dürfte auf zwei Ursachen zurückzuführen sein. Zum einen birgt das Regierungsprogramm das Risiko, dass die italienischen Staatsschulden nicht mehr tragfähig sein könnten. Zum anderen scheint das **Redenominationsrisiko**, das heißt das Risiko eines Austritts Italiens aus dem Euro-Raum, gestiegen zu sein. So zeigt Gros (2018) für den Zeitraum von Mai bis Mitte Juli auf Basis einer Analyse von CDS-Kontrakten auf italienische Staatsschulden, die das Redenominationsrisiko explizit berücksichtigen (ISDA 2014), dass der Anstieg der Zinsaufschläge etwa zur Hälfte auf das Risiko eines Austritts Italiens aus dem Euro-Raum zurückgeführt werden kann.

In demselben Zeitraum stiegen die Zinsaufschläge anderer Mitgliedstaaten an. Insbesondere Länder mit hohen Schuldenstandsquoten wie Griechenland, Portugal und Spanien verzeichneten große Anstiege, während weniger stark verschuldete Länder wie die Niederlande, Finnland oder Österreich vergleichsweise geringe Anstiege aufwiesen. ↘ **ABBILDUNG 64 UNTEN LINKS** Es könnte demnach im Zeitraum vom 15. bis zum 29. Mai eine **Risikübertragung auf fiskalisch schwächere Länder** stattgefunden haben. Zudem zeigte sich in diesem Zeitraum ein deutlicher Anstieg der CDS-Spreads europäischer Banken außerhalb Italiens, der besonders ausgeprägt war, wenn diese eine geringe Kernkapitalquote aufwiesen. ↘ **ABBILDUNG 64 UNTEN RECHTS** Während sich die Zinsaufschläge der anderen Mitgliedstaaten schnell wieder dem vorherigen Niveau annäherten, war dies bei den CDS-Spreads der Banken in geringerem Maße der Fall.

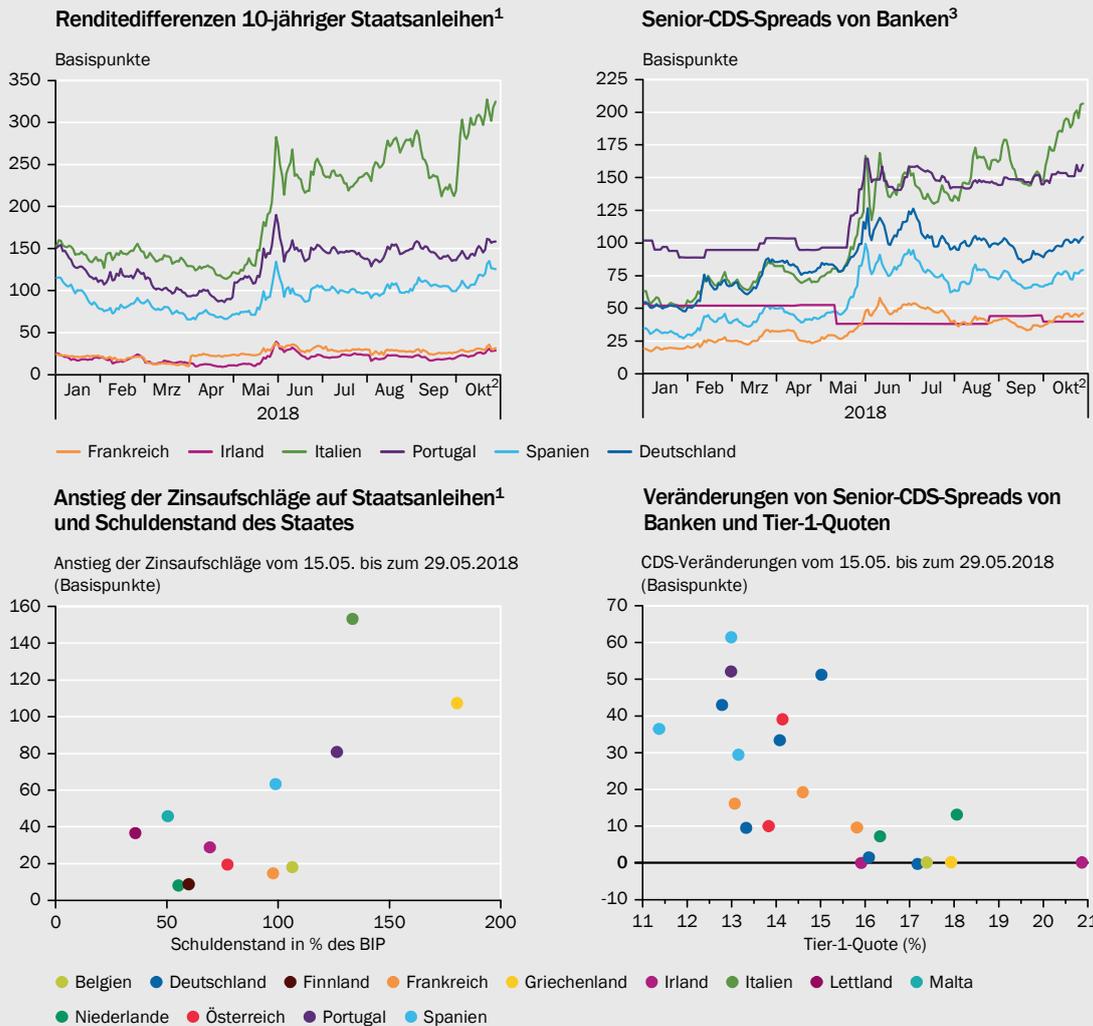
Zum Ende des Monats September kam es erneut zu einem merklichen Anstieg der Zinsaufschläge italienischer Staatsanleihen und CDS-Spreads italienischer Banken. ↘ **ABBILDUNG 64 OBEN LINKS UND RECHTS** Dies dürfte mit Neuigkeiten über die laufenden **Budgetverhandlungen** zusammengehangen haben. Am 27. September einigte sich die italienische Regierung auf ein Haushaltsdefizit in Höhe von 2,4 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP), welches für das Jahr 2019 angestrebt werden soll. Damit läge die geplante Nettoneuverschuldung zwar unterhalb der Drei-Prozent-Defizitgrenze, jedoch deutlich höher als von der Vorgängerregierung zugesagt worden war. Am 15. Oktober reichte Italien seinen Haushaltsentwurf für das Jahr 2019 bei der Europäischen Kommission ein. Am 19. Oktober stufte die Ratingagentur Moody's Italien um eine Stufe auf Baa3 herab. Sie begründete ihre Entscheidung mit Italiens Budgetplänen. Am 23. Oktober wies die Europäische Kommission die Haushaltspläne Ita-

liens offiziell zurück und forderte die Regierung auf, innerhalb von drei Wochen einen neuen Budgetentwurf vorzulegen.

Im Gegensatz zum Mai reagierten die Zinsaufschläge der anderen Mitgliedstaaten und CDS-Spreads nicht-italienischer Banken diesmal kaum auf die italienischen Ereignisse. [ABBILDUNG 64 OBEN LINKS UND RECHTS](#) Eine Übertragung von Risiken auf andere Mitgliedstaaten und nicht-italienische Banken scheint, wenn überhaupt, in deutlich geringerem Maße stattgefunden zu haben.

[ABBILDUNG 64](#)

Auswirkung der Regierungsbildung in Italien auf ausgewählte Finanzmärkte im Euro-Raum



1 – Differenzen der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen des jeweiligen Landes gegenüber deutschen Staatsanleihen. 2 – Letzter Datenpunkt: 24.10.2018. 3 – Durchschnittliche 5-Jahres-Senior-CDS-Spreads von Banken, gewichtet mit der Bilanzsumme der jeweiligen Banken (Ende 2017). Deutschland: 6 Banken; Frankreich: 3 Banken; Irland: 2 Banken; Italien: 6 Banken; Portugal: 1 Bank; Spanien: 3 Banken.

Quellen: BankFocus, EBA, Eurostat, Thomson Reuters, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 18-286

Daten zur Abbildung

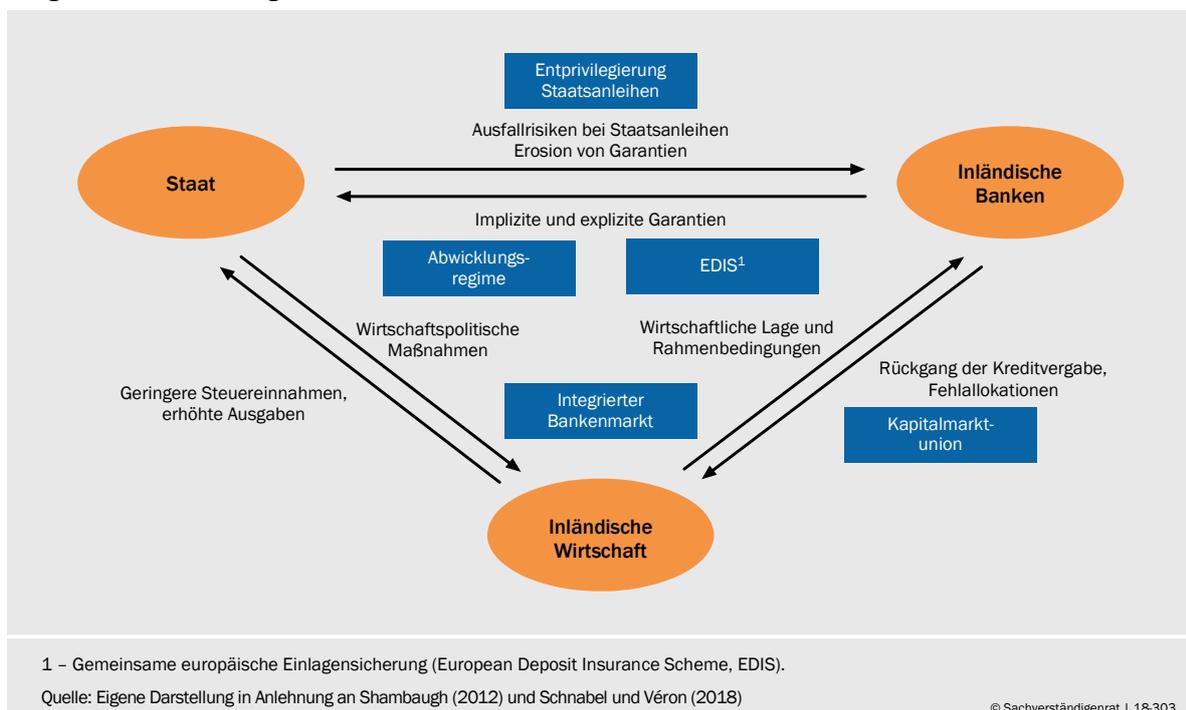
Insgesamt deuten die Entwicklungen auf eine **funktionierende Marktdisziplin** auf Europas Finanzmärkten hin. Diese dürfte sich nicht zuletzt durch die sich seit Frühjahr 2018 abzeichnende Verlangsamung der Nettoanleihekäufe der EZB sogar erhöht haben. [ZIFFER 347](#) Hinzu kam, dass die EZB betonte, dass ihre Aufgabe nicht darin bestehe, staatliche Defizite unter allen Umständen zu finanzieren, wobei sie in Bezug auf Italien auf fehlende Anzeichen für Ansteckungseffekte hinwies (EZB, 2018b). Angesichts der anstehenden Auseinandersetzung mit der Europäischen Kommission und der anhaltenden Befürchtungen einer Bedrohung der Tragfähigkeit der italienischen Staatsfinanzen bleibt die Unsicherheit im Hinblick auf Italien gleichwohl hoch.

III. VERTIEFUNG DER BANKENUNION

481. Das wichtigste Ziel der Europäischen Bankenunion ist die **Lockerung des Risikoverbands zwischen Banken und Staaten**. Banken sind auf vielfältige Weise mit ihren Sitzstaaten verflochten. Direkte Verbindungen bestehen über implizite und explizite staatliche Garantien sowie über die Investition von Banken in heimischen Staatsanleihen. Indirekte Verbindungen bestehen über die Realwirtschaft. So übt die staatliche Wirtschaftspolitik einen Einfluss auf den inländischen Bankensektor aus, ebenso beeinflusst die Lage im Bankensektor die Konjunktur und damit die Staatsfinanzen. [↪ ABBILDUNG 65](#)

↪ ABBILDUNG 65

Ausgewählte Ansteckungskanäle zwischen Banken und Staaten im Euro-Raum



Daten zur Abbildung

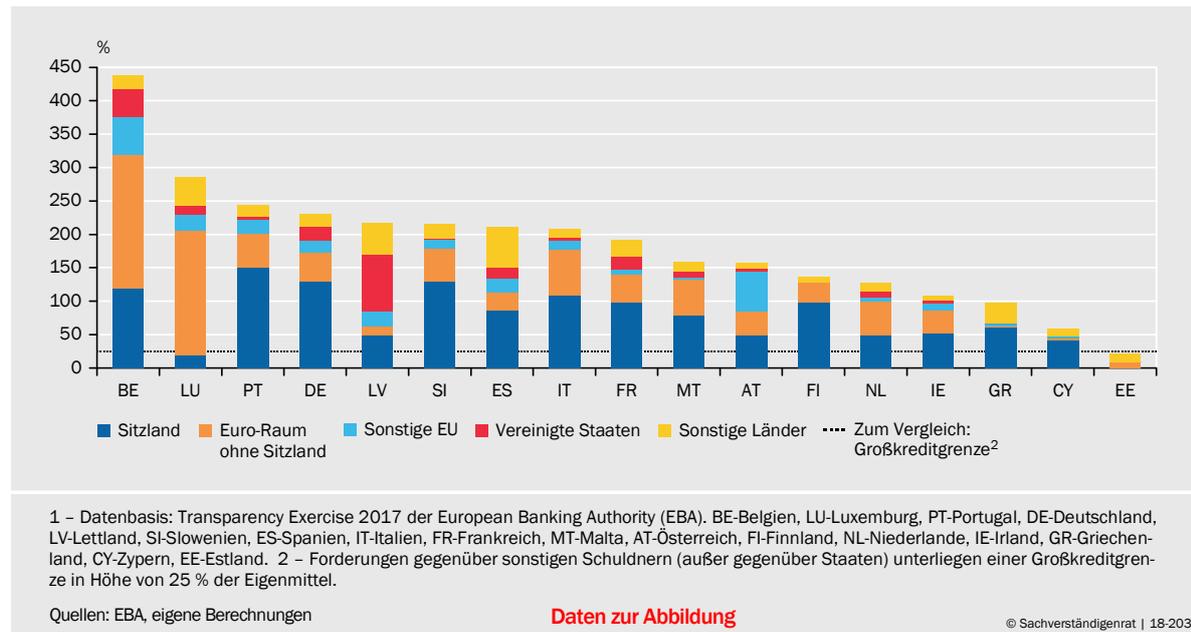
Über das einheitliche Aufsichtsregime und den einheitlichen Abwicklungsmechanismus wurden in der Bankenunion erste wesentliche Schritte unternommen. Das Ziel, den Staaten-Banken-Nexus zu durchbrechen, wurde aber nicht erreicht, weil **wesentliche Elemente fehlen**. Dies sind vor allem die Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten, eine fiskalische Letztsicherung des Abwicklungsfonds und die Beseitigung von Integrationshürden im Banken- und Kapitalmarkt. Zur Diskussion steht weiterhin die Schaffung einer gemeinsamen europäischen Einlagensicherung (EDIS).

1. Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten

482. Die Banken des Euro-Raums halten nach wie vor **umfangreiche Forderungen gegenüber** ihren **Sitzstaaten**. In fast allen Mitgliedstaaten lagen die Forderungen aus Anleihen und Krediten gegenüber dem heimischen Staat im Jahr

▸ **ABBILDUNG 66**

Forderungen von Banken gegenüber Staaten in Relation zu Eigenmitteln nach Ländern und Ländergruppen¹



2017 oberhalb der für nicht-staatliche Anlagen vorgesehenen Großkreditgrenze von 25 % der Eigenmittel; in Portugal, Slowenien, Deutschland, Belgien und Italien überstiegen sie sogar die gesamten Eigenmittel. ▸ [ABBILDUNG 66](#)

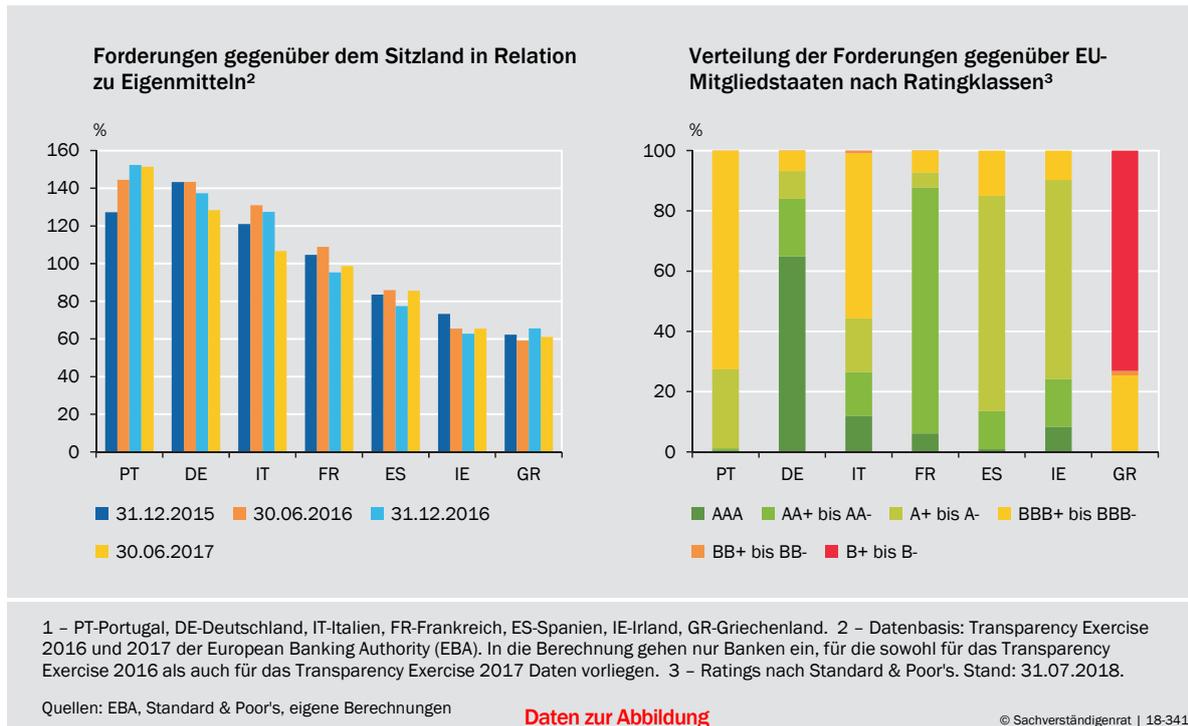
- 483.** Die **inländischen Banken** bleiben damit in vielen Mitgliedstaaten **wichtige Gläubiger der Staaten**. ▸ [ABBILDUNG 51](#) Im Vergleich zur Vorkrisenzeit haben die Banken in einigen Mitgliedstaaten, unter anderem Italien und Spanien, die Forderungen gegenüber ihren Sitzstaaten sogar erhöht, da sie die von der EZB bereitgestellte Liquidität nutzen, um heimische Staatsanleihen zu erwerben (Acharya und Steffen, 2015; Altavilla et al., 2017). Trotz der im Durchschnitt gestiegenen Eigenmittel haben sich die Forderungen gegenüber den Sitzstaaten in Relation zu den Eigenmitteln in den vergangenen Jahren kaum verringert; in Portugal und Spanien sind sie sogar angestiegen. ▸ [ABBILDUNG 67 LINKS](#)

Die davon ausgehenden **Ausfallrisiken variieren** dabei **deutlich** über Mitgliedstaaten hinweg. ▸ [ABBILDUNG 67 RECHTS](#) So weisen deutsche Banken zwar eine hohe Konzentration in Forderungen gegenüber deutschen Gebietskörperschaften auf. Allerdings besitzen deutsche Staatsanleihen ein Rating von AAA, italienische und portugiesische Staatsanleihen hingegen ein Rating von BBB beziehungsweise BBB–.

- 484.** Die Kritiker einer Aufhebung der Privilegierung von Staatsanleihen argumentieren, dass den heimischen Banken in Krisenzeiten eine wichtige stabilisierende Funktion zukomme, da diese gerade dann als Käufer aufträten, wenn andere Investoren sich zurückzögen. Es wird befürchtet, dass eine Aufhebung der Privilegierung mit einer Destabilisierung der Staatsschuldenmärkte einherginge (Visco, 2016; Tabellini, 2018). Die Befürworter wie der Sachverständigenrat sehen hingegen eine **Stabilisierung der Staatsschuldenmärkte durch heimische Banken kritisch**, weil dies den Staaten-Banken-Nexus verschärft und eine Restrukturierung von Staatsschulden erschwert.

▸ ABBILDUNG 67

Forderungen von Banken gegenüber Staaten in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums¹



485. Die Behandlung von Forderungen gegenüber Staaten in der Bankenregulierung ist in einer Währungsunion von besonderer Bedeutung, da eine Staatsschuldenkrise erhebliche Ansteckungseffekte auf die anderen Mitgliedstaaten auslösen könnte. Dennoch gehört die Entprivilegierung von Forderungen gegenüber Staaten in der Bankenregulierung zu den **kontroversen Themen im Kontext der Bankenunion**. So zeigen sich **bislang kaum ernsthafte Bestrebungen** seitens der Politik, die fehlende Eigenkapitalunterlegung und die hohe Konzentration von heimischen Staatsanleihen in den Bankbilanzen anzugehen.

486. Der Europäische Systemrisikorat (European Systemic Risk Board, ESRB) hatte bereits im Jahr 2015 einen Bericht zu diesem Thema herausgegeben, der allerdings keinerlei Empfehlungen hinsichtlich der Behandlung von Forderungen gegenüber Staaten enthielt (ESRB, 2015). Auf Ebene des Basler Ausschusses wurde das Thema im Rahmen einer 2015 ins Leben gerufenen Arbeitsgruppe diskutiert. Der im Dezember 2017 veröffentlichte Abschlussbericht (BCBS, 2017) enthält ebenfalls keine Handlungsempfehlungen und macht deutlich, dass **auf internationaler Ebene** in näherer Zukunft **keine weiteren Vorstöße** in diese Richtung **zu erwarten** sind. Die Roadmap der Europäischen Kommission erwähnt die regulatorische Behandlung von Forderungen gegenüber Staaten zwar, ordnet dem Thema allerdings eine geringe Priorität zu und nennt sie lediglich unter den möglichen zukünftigen Projekten (Europäische Kommission, 2017a).

487. Der **Risikoverbund** zwischen Banken und Staaten ist **in Deutschland besonders stark ausgeprägt**. Deutsche Banken halten umfangreiche Forderungen gegenüber den deutschen Gebietskörperschaften, und fast die Hälfte des Bankensektors gehört der öffentlichen Hand. Bemerkenswert ist zudem der Bedeutungszuwachs der Förderbanken, der sich ökonomisch nur schwer rechtfertigen lässt. ▸ KASTEN 11

▸ KASTEN 11

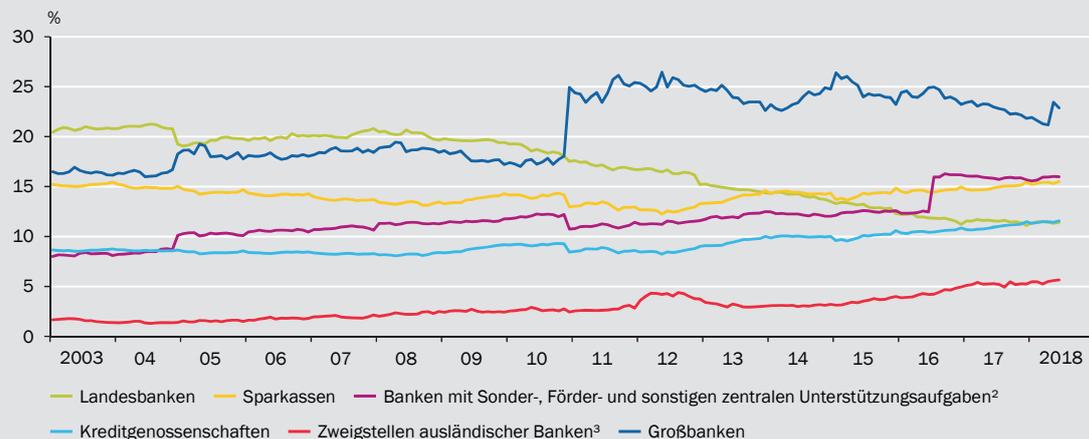
Die Rolle des Staates im deutschen Bankensektor

In kaum einem anderen Mitgliedstaat des Euro-Raums ist der Staat so eng mit den Banken verflochten wie in Deutschland. So gehören die Forderungen gegenüber dem inländischen Staat relativ zu den Eigenmitteln zu den höchsten im Euro-Raum. ▸ [ABBILDUNG 66](#) Dies betrifft die großen sowie die regionalen Institute, darunter vor allem die Sparkassen. Deren Forderungen gegenüber dem Staat liegen regelmäßig weit oberhalb von 25 % der Eigenmittel, häufig sogar über 100 % (JG 2016 Ziffern 541 ff.). Bei den großen Banken sind es ebenfalls vor allem die öffentlich-rechtlichen Landesbanken, die besonders hohe Forderungen gegenüber dem deutschen Staat aufweisen. Hier zeigt sich eine enge Verbindung zwischen der **staatlichen Eigentümerschaft** der Banken und der Verflechtung über Forderungen gegenüber dem Staat. Gleichzeitig geht die öffentliche Eigentümerschaft typischerweise mit **höheren impliziten Rettungsgarantien** einher, wodurch der Risikoverbund noch verstärkt wird (JG 2016 Abbildung 73 rechts). In der Tat entfiel ein substantieller Teil der Rettungskosten in Deutschland aus der Finanzkrise auf die Landesbanken (Hellwig, 2018a).

Im Vergleich mit dem Jahr 2007 ist der Anteil der sich im öffentlichen Eigentum befindlichen Banken, gemessen am Anteil der Bilanzsumme an derjenigen aller Banken, zwar von 45,8 % auf 39,6 % gefallen, was insbesondere auf die Probleme bei den Landesbanken zurückzuführen ist. Es zeigt sich aber, dass der Rückgang bei den Landesbanken zum Teil durch **Marktanteilsgewinne bei den Sparkassen und bei den Förderbanken** kompensiert wurde. Der Marktanteil der Banken mit Sonderaufgaben ist von 10,6 % im Dezember 2007 auf 12,5 % im Juni 2016 gestiegen. ▸ [ABBILDUNG 68](#) Unter den zwanzig größten deutschen Banken befinden sich zwölf öffentlich-rechtliche Banken, darunter vier Förderbanken mit der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) auf Platz 3. Im Gegensatz zu Landesbanken und Sparkassen sind die Förderbanken nach wie vor von expliziten Unterstützungsmechanismen des Bundes oder der Länder begünstigt (Anstaltslast). Es ist zweifelhaft, dass sich ein Staatseingriff im Bankensektor in einem solchen Umfang rechtfertigen lässt.

▸ ABBILDUNG 68

Anteile ausgewählter Banken an der Bilanzsumme aller Banken in Deutschland¹



1 – Datenstand: Juni 2018. Die Gruppe der Banken, deren Anteile nicht abgebildet werden, umfasst Realkreditinstitute, Regionalbanken und sonstige Kreditbanken, öffentliche und private Bausparkassen. Aufgrund des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes enthalten die übrigen Aktiv- und Passivpositionen ab dem Meldetermin Dezember 2010 Handelsbestandsderivate. 2 – Ab Juli 2016 beinhaltet die Gruppe der Banken mit Sonder-, Förder- und sonstigen zentralen Unterstützungsaufgaben die genossenschaftlichen Zentralbanken, die zuvor separat ausgewiesen wurden. 3 – Rechtlich unselbstständige Zweigstellen ausländischer Banken.

Quellen: Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen

Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 18-289

Banken im öffentlichen Eigentum können zwar einen positiven Beitrag zur Stabilität des Bankensystems leisten. Micco und Panizza (2006) sowie Brei und Schclarek (2013) zeigen, dass die **Kreditvergabe öffentlicher Banken** im Vergleich zu privaten Banken **weniger prozyklisch** ausfällt. Dies bedeutet, dass öffentliche Banken in einem Aufschwung das Kreditvolumen weniger stark ausweiten

und es in einer Rezession weniger senken. Zudem finden Coleman und Feler (2015), dass Länder mit einem höheren Anteil an öffentlichen Banken nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers eine schwächere Rezession erlitten und sich schneller wieder erholten.

Staatliche Garantien haben allerdings aufgrund von Anzeffekten **Implikationen für die Stabilität des Finanzsystems**. Gropp et al. (2011) zeigen, dass explizite oder implizite Garantien, gemessen an der Wahrscheinlichkeit eines Bail-outs, die Risikobereitschaft konkurrierender Banken erhöhen. Von den Banken, denen eine hohe Rettungswahrscheinlichkeit zugeschrieben wird, zeigen gerade die im öffentlichen Eigentum befindlichen Banken eine erhöhte Risikobereitschaft. Die Abschaffung der expliziten Garantien gegenüber den Sparkassen und Landesbanken im Jahr 2001 führte jedoch ebenfalls zu einer erhöhten Risikoübernahme der betroffenen Banken. Dies ist auf die gestiegenen Refinanzierungskosten der Landesbanken und eine daraus folgende „Suche nach Rendite“ zurückzuführen (Fischer et al., 2014), was sich über Kreditbeziehungen und Eigentümerstrukturen sogar auf die Sparkassen auswirkte (Körner und Schnabel, 2013).

Vorschläge zur Regulierung von Forderungen gegenüber Staaten

488. Die vorliegenden Vorschläge zur Entprivilegierung von Forderungen gegenüber Staaten sehen in der Regel eine **Begrenzung von Konzentrationsrisiken** und eine Verbesserung der Verlustabsorptionsfähigkeit durch eine **Eigenkapitalunterlegung von Risiken** vor. Die Vorschläge unterscheiden sich allerdings in der Gewichtung der beiden Aspekte sowie in dem Ausmaß, in dem die **Bonität des staatlichen Schuldners** einfließt.

Der Vorschlag des Sachverständigenrates aus dem Jahr 2015 sieht die Einführung **risikogemäßer Großkreditgrenzen** in Kombination mit einer **risikoadäquaten Eigenkapitalunterlegung** vor (JG 2015 Ziffern 57 ff.). Die Großkreditgrenzen stellen dabei das wesentliche Element des Vorschlags dar, da sie den Staaten-Banken-Nexus über die Begrenzung der Konzentrationsrisiken unmittelbar reduzieren. Als Alternative zu Großkreditgrenzen werden eine **Eigenkapitalunterlegung von Konzentrationsrisiken** oberhalb eines bestimmten Schwellenwerts (Véron, 2017; Schneider und Steffen, 2017) sowie eine Eigenkapitalunterlegung von nicht vollständig diversifizierten Portfolios diskutiert (Matthes und Rocholl, 2017). [↘ TABELLE 17](#)

Die Vorschläge von Véron (2017) sowie Schneider und Steffen (2017) lassen die Bonität vollständig unberücksichtigt. Dies birgt das **Risiko von Fehlanreizen**. Denn es würde aus Sicht der Banken attraktiver, Forderungen gegenüber vergleichsweise soliden Schuldnern durch Forderungen gegenüber weniger soliden Schuldnern zu ersetzen.

489. Ein **Vorteil von Konzentrationszuschlägen** gegenüber Großkreditgrenzen wäre die **größere Flexibilität der Banken im Anpassungsprozess**, denn den Banken wird hierbei keine harte Grenze für ihre Forderungen gegenüber einzelnen Staaten auferlegt. Sofern Banken konzentrierte Forderungen gegenüber einzelnen Staaten halten möchten, ist dies bei entsprechender Eigenkapitalunterlegung weiterhin möglich. So können Klippeneffekte vermieden werden.

↘ TABELLE 17

Regulierungsvorschläge zur Entprivilegierung von Forderungen gegenüber Staaten

Autor	Kernelement des Regulierungsvorschlags	Bezugspunkt	Berücksichtigung von Konzentrationsrisiken	Differenzierung nach Ausfallrisiken der Staaten
SVR (2015)	Kombination von risikogemäßen Großkreditgrenzen und risiko-adäquater Eigenkapitalunterlegung	Verhältnis von Forderungen gegenüber einem Staat zu Eigenmitteln; Risikogewichte gemäß Basler Kreditrisikostandardansatz	Ja	Ja
Matthes/Rocholl (2017)	Bonitätsabhängige Eigenkapitalunterlegung für konzentrierte Forderungen, Großkreditgrenzen möglich	Abweichung vom EZB-Kapitalschlüssel	Ja	Ja
Véron (2017)	Eigenkapitalunterlegung von Konzentrationsrisiken (stufenweise)	Verhältnis von Forderungen gegenüber einem Staat zu Tier-1-Kapital	Ja	Nein
Schneider/Steffen (2017)	Eigenkapitalunterlegung von Konzentrationsrisiken (stetig)	Verhältnis von Forderungen gegenüber einem Staat zu Tier-1-Kapital	Ja	Nein

Quelle: Eigene Zusammenstellung

Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 18-312

Allerdings sollte hierbei die **Bonität der Schuldner berücksichtigt** werden. Deshalb bestünde eine sinnvolle Erweiterung von Konzentrationszuschlägen darin, diese von der Bonität der jeweiligen Schuldner abhängig zu machen. Demnach würden für eine gegebene Konzentration für Staaten mit schlechteren Ratings höhere Risikogewichte angewendet als für Länder mit besseren Ratings. Die Implementierung **bonitätsabhängiger Konzentrationszuschläge** würde sowohl bei Banken, die eine hohe Konzentration in Forderungen gegenüber vergleichsweise sicheren Staaten aufweisen (zum Beispiel deutschen Banken), als auch bei Banken, die geringere Konzentrationen gegenüber Staaten mit schlechteren Ratings aufweisen (zum Beispiel portugiesischen Banken), zu spürbaren Rückgängen in den Kapitalquoten führen.

490. Es könnte sinnvoll sein, **Forderungen unterhalb einer bestimmten Grenze von einer Eigenkapitalunterlegung auszunehmen**. Dies würde es den Banken erlauben, ein diversifiziertes Portfolio an Staatsanleihen zu halten, ohne dieses mit Eigenkapital unterlegen zu müssen. So könnte vermieden werden, dass global tätige Institute sich einem Wettbewerbsnachteil relativ zu ausländischen Instituten gegenübersehen, bei denen Forderungen gegenüber ihren Sitzstaaten weiterhin privilegiert behandelt werden. Diese Grenze könnte mit der Größe der Staaten variieren (beispielsweise gemessen am BIP oder am EZB-Kapitalschlüssel), da fixe Grenzen kleinere Länder tendenziell begünstigen würden. Allerdings würden damit Ausfallrisiken nicht vollständig berücksichtigt, und Ansteckungsrisiken könnten über das verstärkte Halten ausländischer Staatsanleihen zunehmen. Die Berechnungen des Sachverständigenrates erlauben es, unterschiedliche Varianten von Konzentrationszuschlägen zu vergleichen. ↘ KASTEN 12

↳ KASTEN 12

Bonitätsabhängige Konzentrationszuschläge als Alternative zu Großkreditgrenzen

Anhand der Daten aus dem Transparency Exercise 2017 der European Banking Authority (EBA) werden die Auswirkungen von bonitätsabhängigen Konzentrationszuschlägen auf Banken- und Länder-ebene analysiert. Ausgehend vom Vorschlag von Véron (2017) werden mehrere Alternativen berechnet, welche die Bonitäten der Schuldnerstaaten berücksichtigen. ↳ TABELLE 18 Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Stichprobe ausschließlich große, in der Regel von der EZB als signifikant klassifizierte Banken enthält und dass Förderbanken ausgeschlossen wurden.

Der Vorschlag von Véron (2017) sieht nur einen **Konzentrationszuschlag** vor, der von 0 % (für Forderungen unterhalb von 33 % des Kernkapitals) bis 500 % (für Forderungen oberhalb von 500 % des Kernkapitals) über verschiedene Stufen variiert. Die anderen Ausgestaltungen sehen zusätzlich eine **Eigenkapitalunterlegung für Kreditrisiken** vor. In **Variante 1** werden die halben Risikogewichte gemäß dem Basler Kreditrisikostandardansatz addiert, in **Variante 2** die vollen Risikogewichte. In beiden Fällen werden für Forderungen unterhalb von 33 % des Kernkapitals keine Risikogewichte angesetzt. Dies ermöglicht es Banken, geringe Bestände an Staatsanleihen ohne Eigenkapitalunterlegung zu halten, wodurch negative Effekte im internationalen Wettbewerb vermieden werden könnten. **Variante 3** sieht ebenso wie Variante 2 die vollen Risikogewichte vor, allerdings zusätzlich für Forderungen unterhalb von 33 % des Kernkapitals. In **Variante 4** werden schließlich Konzentrationszuschläge in Höhe von 50 % der von Véron vorgeschlagenen Werte sowie die vollen Risikogewichte, ebenfalls unterhalb von 33 %, angewendet. Die genaue Kalibrierung der Risikogewichte findet sich im Anhang.

↳ KASTEN 15 ANHANG

↳ TABELLE 18

Alternative Ausgestaltungen der Regulierung von Forderungen gegenüber Staaten¹

	Eigenkapitalunterlegung für:		
	Konzentrationsrisiken	Kreditrisiken	Forderungen < 33 % des Kernkapitals (Tier 1)
Véron (2017)	15 % – 500 % ²	0 %	Nein
Variante 1	15 % – 500 % ²	0 % – 75 % ⁴	Nein
Variante 2	15 % – 500 % ²	0 % – 150 % ⁵	Nein
Variante 3	15 % – 500 % ²	0 % – 150 % ⁵	Ja
Variante 4	7,5 % – 250 % ³	0 % – 150 % ⁵	Ja

1 – Details siehe Anhang. 2 – Analog zu Véron (2017). 3 – 50 % der Werte von Véron (2017). 4 – 50 % der Risikogewichte gemäß Basler Kreditrisikostandardansatz. 5 – Risikogewichte gemäß Basler Kreditrisikostandardansatz.

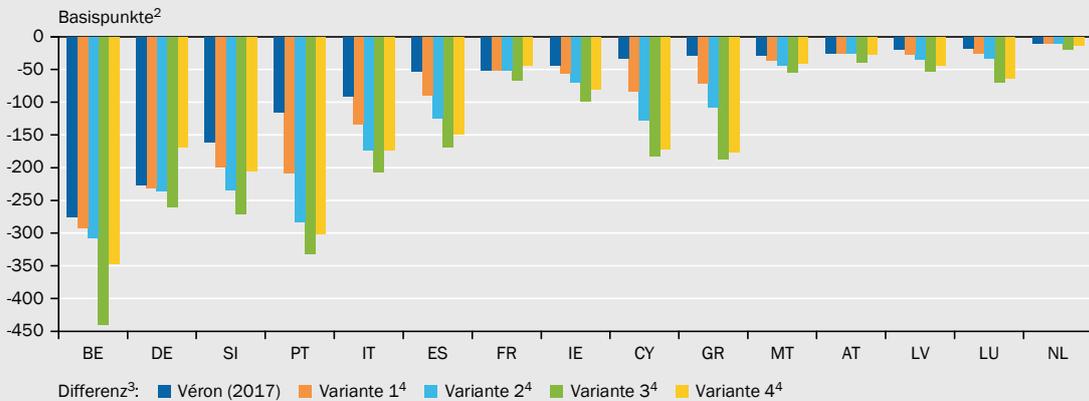
Daten zur Tabelle

Auf Basis der verschiedenen Varianten kann nun berechnet werden, wie sich diese auf die Kernkapitalquoten der Banken auswirken würden, sofern diese ihre Portfolios nicht anpassen. Die Ergebnisse sind somit als **Obergrenze** zu verstehen, da davon auszugehen ist, dass die Banken durchaus ihre Portfolios anpassen würden. Dies ist ja gerade das Ziel der Regulierung. Die in ↳ ABBILDUNG 69 dargestellten ungewichteten Durchschnitte auf Länderebene zeigen, dass die Einführung von Konzentrationszuschlägen und Risikogewichten sehr unterschiedliche **Auswirkungen auf die Eigenkapitalquoten der Banken** in verschiedenen Mitgliedstaaten hätte. Aufgrund der hohen Forderungen gegenüber den deutschen Gebietskörperschaften würden die **Kapitalquoten von deutschen Banken deutlich sinken**. Die Berücksichtigung der Bonität würde vor allem in Mitgliedstaaten mit niedrigem Rating zu deutlich stärkeren Auswirkungen auf die Eigenkapitalquoten führen. Dies spiegelt die höheren Risiken einer Konzentration in Staatsanleihen mit niedriger Bonität wider. Gleichzeitig zeigt sich, dass die Kalibrierung gemäß Véron (2017) gerade in den ehemaligen Krisenländern kaum zu einer Erhöhung der Risikoabsorptionsfähigkeit führen würde. Angesichts der geringen Auswirkungen ist fraglich, ob

die gewünschten Anzeizeffekte in Richtung einer stärkeren Diversifikation dort überhaupt wirksam würden.

↳ **ABBILDUNG 69**

Auswirkung von Konzentrationszuschlägen für Forderungen gegenüber Staaten auf die Kernkapitalquote¹



1 – Simulation der Auswirkungen verschiedener alternativer Ausgestaltungen zur Entprivilegierung von Forderungen gegenüber staatlichen Schuldern anhand von Daten aus dem European Banking Authority (EBA) Transparency Exercise 2017 (Datenstand: 30.06.2017). Folgende Banken wurden aus dem Sample entfernt: SFIL (FR), BNG Bank (NL), Kuntarahoitus (FI), Depfa Bank PLC (IE), NRW.Bank (DE) und Landwirtschaftliche Rentenbank (DE). BE-Belgien, DE-Deutschland, SI-Slowenien, PT-Portugal, IT-Italien, ES-Spanien, FR-Frankreich, IE-Irland, CY-Zypern, GR-Griechenland, MT-Malta, AT-Österreich, LV-Lettland, LU-Luxemburg, NL-Niederlande. 2 – Ungewichtete Durchschnitte. 3 – Rückgang der Tier-1-Quote, der sich ceteris paribus durch die Implementierung der einzelnen alternativen Ausgestaltungen ergeben würde. 4 – Für Erläuterungen zu den alternativen Ausgestaltungen der Regulierung von Forderungen gegenüber Staaten siehe Tabelle 18 und Kasten 15 im Anhang.

Quellen: EBA, eigene Berechnungen

Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 18-232

491. Die Berechnungen zeigen, dass ein **reiner Konzentrationszuschlag** gemäß Véron (2017) **vor allem Banken in Belgien, Deutschland und Slowenien** betraf, während die Auswirkungen auf die ehemaligen Krisenländer oder Italien vergleichsweise gering wären. Somit bestünde hier auch kein großer Anreiz, die Forderungen umzuschichten. Erst **bei Berücksichtigung der Bonität** zeigen sich in diesen Ländern **spürbare Effekte**. Belgische und deutsche Banken wären aufgrund der hohen Konzentration in allen Varianten vergleichsweise stark betroffen. In Deutschland gilt dies insbesondere für die öffentlich-rechtlichen Institute. Banken in Ländern wie Zypern und Griechenland wären vor allem in Varianten betroffen, in denen die Bonität stark eingeht. Die Freistellung von Forderungen unterhalb von 33 % des Kernkapitals (Variante 1 und 2) würde die Banken merklich entlasten. Hierdurch würde zudem ein deutlicher Anreiz geschaffen, ein diversifiziertes Portfolio zu halten.

492. Jeder Vorschlag, der eine bessere Diversifikation der Forderungen der Banken gegenüber Staaten vorsieht, impliziert, dass deutsche Banken stärker in Forderungen gegenüber anderen Staaten des Euro-Raums investieren müssen, was im Schnitt mit einem höheren Ausfallrisiko einherginge. Gemäß Simulationen von Brunnermeier et al. (2017) könnte dieses Risiko dadurch vermieden werden, dass ein „**sicheres Wertpapier**“ **im Euro-Raum** geschaffen würde, das neben einer **Diversifikation** eine **Subordination** (also die Schaffung von Vorrangigkeit, in diesem Fall durch eine Tranchierung) vorsähe. Ein solches Wertpapier könnte regulatorisch **privilegiert behandelt** werden. Dieses müsste allerdings von privaten Institutionen emittiert und so ausgestaltet werden, dass

keine impliziten Haftungsrisiken entstünden (JG 2016 Kasten 17). Es ist fraglich, ob das möglich wäre.

Die Schaffung eines solchen Wertpapiers könnte dabei helfen, mögliche destabilisierende Effekte einer Entprivilegierung auf die Staatsschuldenmärkte zu vermeiden. Allerdings wären in jedem Fall zusätzlich **lange Übergangsfristen** für die Einführung einer Entprivilegierung erforderlich (JG 2015 Ziffer 62). So könnte beispielsweise für bestehende Portfolios zunächst ein Bestandsschutz (Grandfathering) gewährt werden, sodass bonitätsabhängige Konzentrationszuschläge erst für neu entstehende Forderungen gegenüber Staaten angewendet würden.

493. Konzentrationszuschläge könnten aufgrund von zwei Mechanismen **prozyklisch** wirken. Einerseits könnte in einem konjunkturellen Abschwung das Eigenkapital der Banken sinken, wodurch sich die Eigenkapitalanforderungen erhöhen würden. Somit wären Banken gezwungen, gerade dann ihre Forderungen gegenüber Staaten zu reduzieren, wenn sie kurzfristig nicht in der Lage wären, ihr Eigenkapital zu erhöhen. Andererseits könnte sich ein Abschwung negativ auf die Bonität von staatlichen Schuldnern auswirken, sodass Forderungen mit mehr Eigenkapital zu unterlegen wären. Während der erstgenannte Mechanismus selbst dann wirken würde, wenn die Bonität keine Berücksichtigung findet, besteht der zweite nur bei Regulierungsansätzen, welche die Bonität des Schuldners explizit berücksichtigen. Die prozyklische Wirkung könnte allerdings dadurch abgemildert werden, dass **Durchschnittswerte der Ratings und des Eigenkapitals** über mehrere Jahre verwendet würden.

494. Anstelle von Ratings könnten **alternative Maße für** das von Forderungen gegenüber Staaten ausgehende **Kreditrisiko** betrachtet werden. Ein vergleichsweise einfacher Ansatz könnte darin bestehen, stattdessen die **Schuldenstandsquote** zu verwenden. Dies hätte den Vorteil, dass es eine **stetige Kalibrierung** bonitätsabhängiger Konzentrationszuschläge ermöglichen würde, wodurch diskrete Sprünge in der gemessenen Bonität und damit in den Eigenkapitalanforderungen vermieden werden könnten (Schneider und Steffen, 2017).

Allerdings geht ein niedriger Wert der Schuldenstandsquote nicht zwangsläufig mit einem niedrigen Kreditrisiko einher, sondern könnte ebenso darauf zurückzuführen sein, dass sich ein Land nicht höher verschulden kann. Eine hohe Schuldenstandsquote könnte hingegen ein Anzeichen sein, dass die Kreditwürdigkeit des betroffenen Staates von den Marktteilnehmern als hoch eingeschätzt wird, sodass diese bereit sind, diesem mehr Mittel zur Verfügung zu stellen.

495. Den Risiken aus Forderungen gegenüber Staaten müsste zusätzlich in **internen Modellen** Rechnung getragen werden. So diskutiert etwa der ESRB (2015) die Einführung von Untergrenzen für Risikogewichte für Forderungen gegenüber Staaten. Außerdem könnten den Banken Untergrenzen für Ausfallwahrscheinlichkeiten und Ausfallverlustquoten vorgegeben werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Banken, die interne Modelle anwenden, für Forderungen gegenüber Staaten stets den Kreditrisikostandardansatz verwenden dürfen, sodass die Änderungen aufeinander abgestimmt werden müssten. Am einfachsten wäre es

daher, die **Verwendung interner Modelle für Forderungen gegenüber Staaten abzuschaffen**. Ein solcher Schritt wird in Anbetracht von Zweifeln an der Fähigkeit interner Modelle, Risiken aus Staatsanleihen adäquat zu erfassen, bereits diskutiert (ESRB, 2015; BCBS, 2017).

496. Fraglich ist zudem, ob eine Regulierung als verpflichtende Anforderung (Säule 1), diskretionäre aufsichtliche Anforderung (Säule 2) oder reine Transparenzanforderung (Säule 3) ausgestaltet sein sollte. Da Anforderungen im Rahmen von **Säule 1** für alle Banken verbindlich und gleichermaßen anwendbar sind, sind sie aus Sicht des Sachverständigenrates die **zu bevorzugende Vorgehensweise**. Véron (2017) argumentiert, dass ein bankspezifischer Ansatz im Rahmen des aufsichtlichen Überprüfungs- und Bewertungsprozesses (SREP, Säule 2) nicht ausreicht, um der Konzentration der Forderungen gegenüber den Sitzstaaten entgegenzuwirken. Es erscheint ebenfalls fraglich, ob Offenlegungspflichten geeignet sind, dieses Problem zu beheben. Denn trotz der bestehenden Offenlegungspflichten, zum Beispiel durch die Maßnahmen der EBA, hält die Konzentration der Forderungen gegenüber den Sitzstaaten an. **Transparenzanforderungen** sind jedoch als ergänzende Maßnahme grundsätzlich sinnvoll, um die **Marktdisziplin zu stärken**.
497. Schließlich betrifft die Frage der Entprivilegierung weitere Regulierungsbereiche. Bei der **Liquiditätsregulierung** werden Forderungen gegenüber Staaten derzeit bei der Berechnung der Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio, LCR) **bevorzugt behandelt**, da sie per Definition zur Klasse der liquiden Aktiva gezählt werden und für sie die niedrigsten Abschläge angewendet werden. Der ESRB (2015) diskutiert eine Reform der Liquiditätsregulierung, wonach Marktindikatoren bei der Definition der liquiden Aktiva zu berücksichtigen sind. Darüber hinaus würde nach diesem Vorschlag die Höhe der angewendeten Abschläge neben dem Liquiditäts- das Kreditrisiko der jeweiligen Aktiva berücksichtigen. Ähnliche Diskussionen sind bei der anstehenden Umsetzung der strukturellen Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio, NSFR) zu erwarten. Bei der Kalibrierung der Maßnahmen zur Entprivilegierung ist zudem auf eine Konsistenz mit den Liquiditätsanforderungen zu achten.

Ferner könnten bei der Berechnung der **Bankenabgaben für den Einheitlichen Abwicklungsfonds** sowie der Prämien für eine etwaige gemeinsame europäische Einlagensicherung Risiken aus Forderungen gegenüber Staaten berücksichtigt werden, um Anreize zu einer Verringerung zu schaffen. Dies **kann** eine **Entprivilegierung** der Forderungen gegenüber Staaten aber **nicht ersetzen**.

Eine andere Meinung

498. Ein Mitglied des Rates, Peter Bofinger, kann sich der Forderung einer „Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten, etwa durch risikogemäße Großkreditgrenzen mit risikoadäquater Eigenkapitalunterlegung oder durch Konzentrationszuschläge“ nicht anschließen.

499. Jede Form der Entprivilegierung von Staatsanleihen und -krediten in den Bilanzen europäischer Banken würde zu einem **Wettbewerbsnachteil** für diese Institute führen, da außerhalb der Europäischen Union (EU) auf absehbare Zeit keine entsprechenden Regelungen zu erwarten sind. Eine Eigenkapitalunterlegung für Staatsanleihen und -kredite würde die Staatsfinanzierung verteuern und damit den Abbau der Staatsverschuldung erschweren.
500. Eine Entprivilegierung würde zudem den Präferenzen insbesondere der deutschen Banken und Sparkassen zuwiderlaufen. Sie könnte Institute zwingen, aus ihrer Sicht absolut **sichere Anleihen, insbesondere deutsche Anleihen, gegen Anleihen anderer Mitgliedstaaten zu tauschen**, die sie zu Recht als weniger sicher ansehen. Es gibt derzeit nicht die geringsten Indizien dafür, dass es in den nächsten Jahrzehnten zu einem Ausfall bei deutschen Staatsanleihen kommen könnte, der eine Eigenkapitalunterlegung oder Kreditbeschränkungen für solche Aktiva rechtfertigen könnte.
501. In einer **schweren Rezession** sind Obergrenzen für Bankkredite an Staaten und Staatsanleihen in den Bankbilanzen besonders problematisch. Wenn dann die Banken eines Landes ihre Spielräume für den nationalen Staat bereits ausgeschöpft haben, könnte es zu einer Situation kommen, in der die Finanzierung der sich aus den automatischen Stabilisatoren ergebenden Defizite nicht mehr möglich wäre.

2. Fiskalische Letztsicherung für den Abwicklungsfonds

502. Eine fiskalische Letztsicherung (**Fiscal Backstop**) für den **Einheitlichen Abwicklungsfonds (SRF)** ist eine notwendige Ergänzung des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus. Er soll das Finanzsystem stabilisieren, wenn die im Fonds enthaltenen Mittel nicht ausreichen (JG 2017 Ziffer 115). In der Abschlusserklärung des Euro-Gipfels im Juni haben sich die Staats- und Regierungschefs auf die Einrichtung eines solchen Backstops geeinigt. Der fiskalische Backstop soll als **permanente Kreditlinie des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)** gegenüber dem SRF ausgestaltet sein und in seiner Höhe in etwa dem Fondsvolumen entsprechen. Die Rückzahlungen des Kredits werden über nachträgliche Bankenabgaben finanziert. Auf dem Euro-Gipfel im Dezember 2018 soll die Ausgestaltung der fiskalischen Letztsicherung beschlossen werden. Gleichzeitig sollte das Instrument der direkten Rekapitalisierung von Banken durch den ESM abgeschafft werden.
503. Der Einheitliche Abwicklungsfonds, der sich bis zum Jahr 2024 in der Aufbauphase befindet, dient der **Abwicklungsfinanzierung**, sofern Finanzmittel erforderlich sind, um die Abwicklung reibungslos zu gestalten. Zu den Abwicklungsinstrumenten zählen die Unternehmensveräußerung an ein anderes Institut, die Schaffung eines Brückeninstituts, die Ausgliederung von Vermögenswerten an eine Asset Management Company sowie das Bail-in-Instrument. Der Abwicklungsfonds unterstützt die Anwendung dieser Instrumente insbesondere

über die Besicherung von Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten eines in Abwicklung befindlichen Instituts oder eines Brückeninstituts, die Gewährung von Darlehen, den Erwerb von Vermögensgegenständen sowie die Bereitstellung von Kapital für ein Brückeninstitut. Die Zielgröße des Fonds beträgt 1 % der durch das Einlagensicherungssystem gedeckten Verbindlichkeiten. Sollten die Mittel des Abwicklungsfonds erschöpft sein, könnte die vorgesehene Kreditlinie des ESM vermutlich zu ähnlichen Zwecken verwendet werden. Der fiskalische **Backstop erhöht** also **die Schlagkraft des Abwicklungsfonds**.

504. Grundsätzlich bleibt die im Abwicklungsfall vorgesehene **Haftungskaskade** hiervon **unberührt**, sodass die Eigentümer und Gläubiger gemäß ihrer Seniorität die Verluste tragen müssen (JG 2014 Ziffern 331 ff.). Allerdings erlaubt die Abwicklungsrichtlinie die Verwendung der Mittel des Abwicklungsfonds zur Entschädigung von Gläubigern, die durch das Abwicklungsverfahren schlechter gestellt werden als in einem regulären Insolvenzverfahren, sowie Zahlungen zur **Verschonung bestimmter Gläubigerklassen**, nachdem eine Gläubigerverlustbeteiligung von mindestens 8 % der Passiva (einschließlich Eigenmitteln) stattgefunden hat (Deutsche Bundesbank, 2014). Somit liegt es im Ermessen des Single Resolution Board (SRB), die Mittel des Fonds zum Schutz einzelner Gläubigerklassen zu nutzen.

Bereits im Hinblick auf den Abwicklungsfonds hat sich der Sachverständigenrat kritisch über die großen **Ermessensspielräume** des SRB hinsichtlich der Verlustbeteiligung der Gläubiger geäußert (JG 2014 Ziffer 338). Diese Kritik lässt sich in gleicher Weise auf den Backstop anwenden. Insbesondere besteht die Befürchtung, dass die Mindestanforderung einer Gläubigerverlustbeteiligung in Höhe von **8 % als Obergrenze missverstanden** wird, sodass für darüber hinausgehende Verluste die Mittel des Abwicklungsfonds verwendet würden. Dieser Anreiz könnte sich durch die Vergrößerung der verfügbaren Mittel noch verstärken. Dies entspräche nicht dem Geist der neuen Abwicklungsregeln. Die Wahrscheinlichkeit einer Inanspruchnahme des Fonds und damit des Backstops hängt von der **Fähigkeit der betroffenen Banken** ab, selbst **Verluste zu absorbieren**. Daher kommt dem Aufbau des Eigenkapitals sowie bail-in-fähiger Verbindlichkeiten (MREL, TLAC) eine zentrale Bedeutung zu.

505. Zudem besteht die Gefahr, dass länderspezifische Risiken über den Abwicklungsfonds vergemeinschaftet werden. Dies könnte beispielsweise passieren, wenn nachrangige Schuldtitel von Banken unter Duldung der nationalen Aufsicht an Privatkunden verkauft wurden, die im Falle einer Abwicklung auf europäischer Ebene auf Kosten des Abwicklungsfonds vom Bail-in ausgenommen werden sollen. Daher sollten die **Bankenabgaben** für den Abwicklungsfonds so festgelegt werden, dass sie **bank- und länderspezifische Aspekte** mit einbeziehen. Weiterhin könnte darüber nachgedacht werden, die Prämienhöhe vom Ausmaß der Schadensfälle im entsprechenden Land abhängen zu lassen (**Experience Rating**). Schließlich ist die Einführung des Backstops an eine hinreichende Risikoreduzierung im Bankensektor geknüpft, um zu verhindern, dass Altlasten über den Backstop vergemeinschaftet werden. ↘ ZIFFERN 521 F.

506. Die **Governance** des fiskalischen Backstops muss ähnlich wie der SRF selbst dem Anspruch der demokratischen Legitimation gerecht werden, sie muss aber gleichzeitig die Handlungsfähigkeit des SRB gewährleisten und größere zeitliche Verzögerungen vermeiden, um ein Abwicklungsverfahren im Laufe eines Wochenendes oder sogar über Nacht zu ermöglichen (JG 2014 Ziffern 323 ff.). Daher ist es nicht praktikabel, vor Inanspruchnahme des Backstops die Zustimmung der nationalen Parlamente einzuholen. Idealerweise sollte ein **beschleunigtes Verfahren** wie beim ESM vorgesehen werden.
507. Bei der Ausgestaltung des Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM) wurde insbesondere der Wiederherstellung der Solvenz der Institute Beachtung geschenkt, während die **Bereitstellung von Liquidität im Abwicklungsfall vernachlässigt** wurde. Tatsächlich ist es keinesfalls zwingend, dass ein Abwicklungsverfahren durch Wiederherstellung der Solvenz gleichzeitig die Liquidität eines Instituts sichert. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Abwicklung, wie bei der spanischen Banco Popular Español (im Folgenden Banco Popular), durch einen Liquiditätsengpass ausgelöst wird. [↘ KASTEN 13](#) Fehlende Liquidität könnte den Erfolg einer Abwicklung gefährden. Daher muss ein Abwicklungsverfahren neben der Solvenz die Liquidität der betroffenen Bank sicherstellen.
508. Die Mittel des Abwicklungsfonds können grundsätzlich zur **Bereitstellung von Liquidität** genutzt werden. Allerdings sind die **Fondsmittel zu klein**, um einen größeren Liquiditätsbedarf zu decken (Deslandes und Magnus, 2018). Wenn das in Abwicklung befindliche Institut noch über hinreichende Sicherheiten verfügt, ist eine Bereitstellung von Liquidität über die EZB unproblematisch, sofern die Solvenz des Instituts durch das Abwicklungsverfahren wieder hergestellt ist. Wird das Institut von einem anderen solventen Institut übernommen, kann es über dieses Institut **Zugang zu Liquidität** erhalten. Es stellt sich jedoch die Frage, wie die Liquiditätsversorgung gewährleistet werden kann, wenn weder hinreichende Sicherheiten noch ein Zugang zu Liquidität über ein anderes Institut verfügbar sind. Ein Liquiditätszugang über den Interbankenmarkt dürfte in diesem Fall ebenfalls nicht gegeben sein.
509. Für diesen Fall könnte es sinnvoll sein, der Bank über die EZB einen Zugang zu einer neu zu schaffenden **speziellen Liquiditätsfazilität für Banken in Abwicklung** zu ermöglichen, wie sie derzeit unter dem Namen „Eurosystem Resolution Liquidity“ diskutiert wird. Solche Fazilitäten finden sich beispielsweise im Vereinigten Königreich bei der Bank of England und in den Vereinigten Staaten bei der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC; Deslandes und Magnus, 2018). Die Risiken aus der Liquiditätsgewährung könnten durch eine **Ausfallgarantie des SRF** abgesichert werden, sodass die Ausfallrisiken nicht von der Zentralbank getragen werden. Eine Garantie des betroffenen Mitgliedstaates würde hingegen den Risikoverbund zwischen Banken und Staaten stärken, statt ihn zu durchbrechen. Eine Haftung des SRF würde zudem sicherstellen, dass das SRB den Anreiz hat, Liquiditätsaspekte in der Abwicklungsentscheidung angemessen zu berücksichtigen.

Ohne eine Liquiditätsfazilität könnte sich das SRB gezwungen sehen, **ineffiziente Abwicklungsentscheidungen** zu treffen. Beispielsweise könnten Ver-

mögensgegenstände frühzeitig verkauft werden, um Liquidität zu beschaffen, obwohl eine langsame Verwertung sinnvoller wäre (Hellwig, 2018b). Zudem würde eine Übernahme durch ein größeres Institut bei Abwicklungsentscheidungen begünstigt, da diese am ehesten den Zugang zu Liquidität sichern könnte und das SRB keine zusätzliche Liquidität bereitstellen müsste. Im Fall großer Banken könnte das gesamte **Abwicklungsverfahren scheitern**, wenn keine hinreichende Liquidität zur Verfügung gestellt wird. Alternativ könnte in Betracht gezogen werden, die **Volumina von SRF und Backstop** zum Zwecke der Liquiditätsabsicherung **zu vergrößern**.

510. Gerade der Fall von Banco Popular zeigt allerdings, dass der Liquiditätsbedarf im Abwicklungsfall zusätzlich durch ein **rechtzeitiges Einschreiten von Aufsicht und Abwicklungsbehörde** reduziert werden kann. [↘ KASTEN 13](#) Das SRB sollte hierbei eine aktivere Rolle spielen als in der Vergangenheit und Institute gegebenenfalls selbst als „failing or likely to fail“ einstufen (JG 2017 Ziffer 440). Die neue Liquiditätsfazilität sollte so ausgestaltet sein, dass Aufsicht und Abwicklungsbehörde ein Interesse daran haben, die Abwicklung nicht zu verzögern. Schließlich stellt sich die Frage, warum Banco Popular noch so kurz vor der Abwicklung Emergency Liquidity Assistance (ELA) von der spanischen Zentralbank erhielt. Somit dürfte dieser Fall einen Anlass bieten, über die **Ausgestaltung von ELA** nachzudenken.

[↘ KASTEN 13](#)

Die Rolle der Liquidität bei der Abwicklung von Banco Popular im Juni 2017

Am 6. Juni 2017 erklärte die EZB die spanische Banco Popular als „ausfallend oder wahrscheinlich ausfallend“ („failing or likely to fail“, die folgende Darstellung beruht auf Mesnard et al., 2017). Als Begründung wurde eine **signifikante Verschlechterung der Liquiditätslage** angeführt, die auf einen Einleger-Run zurückzuführen war, der seit mehreren Wochen im Gange war. Noch am 5. Juni hatte die Bank von der spanischen Zentralbank Emergency Liquidity Assistance (ELA) erhalten. Am 6. Juni konnte einem weiteren Antrag auf ELA aufgrund fehlender Sicherheiten nicht entsprochen werden. Nachdem klar wurde, dass ELA die Liquidität der Bank nicht wiederherstellen konnte, stuft die EZB die Bank als ausfallgefährdet ein.

Aufgrund der systemischen Bedeutung der Bank und des damit verbundenen öffentlichen Interesses wurde ein **Abwicklungsverfahren auf europäischer Ebene** eingeleitet. Das Single Resolution Board (SRB) traf am 7. Juni 2017 eine Abwicklungsentscheidung, die eine Unternehmensveräußerung an Banco Santander zum Preis von einem Euro vorsah. Diese Entscheidung hatte einen vollständigen Bail-in des Eigenkapitals und des nachrangigen Fremdkapitals zur Folge, was laut Einschätzung des SRB ausreichte, um die Solvenz der Bank wiederherzustellen, ohne dass staatliche Gelder oder der Bankenabwicklungsfonds in Anspruch genommen werden mussten. Aufgrund der schnellen Durchführung des Abwicklungsverfahrens über Nacht blieben Verwerfungen auf den Kapitalmärkten aus (JG 2017 Ziffern 431 ff.).

Trotz des anscheinend reibungslosen Ablaufs wirft das Verfahren Fragen auf. Denn obwohl die Bank den Stresstest von 2016 „bestanden“ hatte, waren schon damals **hohe Risiken erkennbar**. Im Jahr 2016 und im ersten Quartal 2017 wies die Bank hohe Verluste aus. Dennoch scheint die Abwicklungsbehörde sich erst relativ spät eingeschaltet zu haben, sodass die Abwicklungsentscheidung auf Basis einer vorläufigen Bewertung der Bank getroffen werden musste: Diese schätzte das Eigenkapital der Bank auf einen Wert zwischen +1,3 und –8,2 Mrd Euro. Für die Abwicklungsentscheidung

wurde der „beste Schätzwert“ von –2 Mrd Euro zugrunde gelegt (Hellwig, 2018b). Dies wirft die Frage auf, warum die Bank erst zum Zeitpunkt der Illiquidität als abwicklungsgefährdet eingestuft wurde, obwohl die Insolvenz der Bank vermutlich schon deutlich früher hätte erkannt werden können.

Der wochenlange Abzug von Einlagen, in dem spanische Gebietskörperschaften eine wichtige Rolle spielten (Mesnard et al., 2017), deutet darauf hin, dass die Einleger schon lange vor der Einleitung der Abwicklung Zweifel an der Zahlungsfähigkeit der Bank hegten. Aufgrund des Runs stand Banco Popular zum Zeitpunkt der Abwicklung weitgehend ohne Liquidität da. Dies wurde nur deshalb nicht zu einem Problem, weil die Bank von einer größeren Bank mit Liquiditätszugang (Banco Santander) übernommen wurde. Insgesamt deuten die Ereignisse darauf hin, dass die EZB als zuständige Aufsichtsbehörde und das SRB zu **spät tätig geworden** sind. Die Gewährung von ELA durch die spanische Zentralbank an eine insolvente Bank ist ebenfalls kritisch zu sehen.

3. Diskussion über eine gemeinsame europäische Einlagensicherung

511. Bei der Einigung über die Schaffung einer Europäischen Bankenunion im Jahr 2012 war die **gemeinsame europäische Einlagensicherung** (EDIS) als eine von drei Säulen vorgesehen (Europäische Kommission, 2012). Im Gegensatz zum Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) und Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM), die in den Jahren 2014 beziehungsweise 2016 in Kraft traten, kam eine Einigung über EDIS bislang nicht zustande. Die von der **Europäischen Kommission** veröffentlichten **Vorschläge zu EDIS** (Europäische Kommission, 2015a, 2017b), die eine vollständig vergemeinschaftete europäische Einlagensicherung vorsehen, stießen insbesondere **in Deutschland** auf **Kritik**, da befürchtet wurde, dass angeschlagene Bankensysteme in anderen Mitgliedstaaten über die Einlagensicherung zulasten der deutschen Sparer saniert werden könnten. Laut der Abschlusserklärung des Euro-Gipfels soll nun, unter Beibehaltung aller Elemente der Roadmap aus dem Jahr 2016 (Rat der Europäischen Union, 2016), mit den Arbeiten an einem Fahrplan für die Aufnahme politischer Verhandlungen über EDIS begonnen werden (Rat der Europäischen Union, 2018).
512. Das zentrale Ziel einer Einlagensicherung ist es, den Einlegern die Gewissheit zu geben, dass sie ihre Einlagen selbst bei einer Schieflage ihrer Bank zurückerhalten. Ist die Einlagensicherung glaubwürdig, können **Bank Runs** vonseiten versicherter Einleger **verhindert** werden. Darüber hinaus trägt aber vor allem die Zentralbank in ihrer Funktion als **Lender of Last Resort** zur Stabilisierung des Bankensystems bei (JG 2016 Ziffer 547). Denn sie kann die erforderliche Liquidität bereitstellen, wenn es in einer systemischen Krise zu Bank Runs kommt, die selbst solvente Banken erfassen können (Bordo, 1990).
513. Typischerweise finanzieren die Banken eines Staates die Einlagensicherung, indem sie im Voraus **risikoabhängige Prämien** in einen Fonds einzahlen, wobei häufig die Möglichkeit der Nacherhebung von Prämien besteht. Die Harmonisierung der nationalen Einlagensicherungssysteme durch die **Europäische Richtlinie zur Einlagensicherung** (Europäisches Parlament und Rat der

Europäischen Union, 2014) sieht vor, dass die jeweiligen Fonds bis zum 3. Juli 2024 eine Zielgröße von mindestens 0,8 % der gedeckten Einlagen umfassen sollen. Für Frankreich wurde aus nur schwer nachvollziehbaren Gründen eine niedrigere Zielgröße von nur 0,5 % der gedeckten Einlagen festgelegt. Die nationalen Fonds sind also so klein, dass sie nur bei Problemen kleinerer Banken in der Lage sein dürften, die Einleger zu entschädigen. In einer systemischen Krise dürften die Fondsmittel hingegen nicht ausreichen, um die Ansprüche der Einleger zu befriedigen.

Die Glaubwürdigkeit der Einlagensicherung beruht in einer systemischen Krise daher vor allem auf dem **impliziten fiskalischen Backstop** durch den Sitzstaat der Banken. Dies verstärkt den **Risikoverbund zwischen Banken und Staaten**. Zum einen hängen die Sicherheit der Einlagen und die Glaubwürdigkeit der Einlagensicherung von der Zahlungsfähigkeit und -willigkeit des Sitzstaates ab, zum anderen kann das Eintreten des Versicherungsfalls negative Auswirkungen auf die Solvenz dieses Staates haben.

514. Die **Fortschritte im Bereich der Bankenabwicklung** tragen bereits dazu bei, die Wahrscheinlichkeit einer Inanspruchnahme der Einlagensicherung zu reduzieren. Wenn eine Bank abgewickelt wird, werden zunächst die Eigentümer und nachrangigen Gläubiger an den Verlusten beteiligt. Einleger, die der Einlagensicherung unterliegen, sind vom Bail-in grundsätzlich ausgenommen. Ihre Einlagen werden bis zu einer Höhe von 100 000 Euro je Kreditinstitut (gedeckte Einlagen) nicht an den Kosten der Bankenabwicklung beteiligt. Besteht die Notwendigkeit, gedeckte Einlagen heranzuziehen, um die Verluste der abzuwickelnden Bank auszugleichen, haftet das Einlagensicherungssystem für diesen Betrag (Artikel 109 BRRD).

Ein **funktionierendes Abwicklungsregime** stellt also bereits einen **Schutz für die Einlagensicherung** dar. Somit hat die nationale Einlagensicherung Interesse an einer umfassenden Gläubigerverlustbeteiligung und sollte aktiv in Abwicklungsverfahren eingebunden sein. Zudem können die Einlagensicherungssysteme ihre Mittel verwenden, um den Ausfall einer Bank zu verhindern (Artikel 11 Absatz 3 Europäische Richtlinie zur Einlagensicherung).

515. Existiert keine glaubwürdige Einlagensicherung, besteht die Gefahr, dass der **Abwicklungsfonds zur Gläubigerentschädigung verwendet** wird, wenn bei einer systemrelevanten Bank Verluste drohen, die durch die bestehenden Puffer nicht abgedeckt werden können. Dies widerspräche seinem eigentlichen Zweck, ließe sich aber angesichts der Ermessensspielräume des SRB kaum ausschließen. ↘ ZIFFER 504 In einem solchen Fall würden, zumindest ab dem Zeitpunkt der vollständigen Vergemeinschaftung des SRF, die Banken aller Mitgliedstaaten für die Einlagen der betroffenen Banken einstehen. Aus Anreizgesichtspunkten kann dies problematisch sein. Daher ist zu prüfen, ob solche Risiken nicht besser über eine anreizkompatibel ausgestaltete europäische Einlagensicherung abzudecken sind. ↘ ZIFFER 519
516. Eine gemeinsame **europäische Einlagensicherung** kann dazu geeignet sein, dem aus der Einlagensicherung entstehenden Risikoverbund zwischen Banken und Staaten entgegenzuwirken. Das größere Fondsvolumen auf europäischer

Ebene kann bei nicht vollständig korrelierten Risiken eine **bessere Absicherung** gewährleisten und so die Notwendigkeit des Rückgriffs auf den Mitgliedstaat reduzieren. Somit würde die Glaubwürdigkeit der Einlagensicherung in geringerem Maße von der Solvenz des einzelnen Mitgliedstaates abhängen. Dass so mehr Geld für die Sicherung der Einlagen zur Verfügung steht, kann jedoch nicht als Begründung für die Einrichtung einer europäischen Einlagensicherung ausreichen. Vielmehr muss dafür ein klares europäisches Interesse erkennbar sein, etwa indem Ansteckungseffekte vorsorglich vermieden werden können. Zudem kann EDIS bei den signifikanten Banken, deren Aufsicht beim SSM auf der europäischen Ebene liegt, zu einer **Einheit von Haftung und Kontrolle** beitragen, etwa dadurch, dass die Kosten von Fehlentscheidungen der gemeinsamen Aufsicht auf der europäischen Ebene getragen werden. Sonst würde beispielsweise eine übermäßige Nachsicht des SSM, welche die Restrukturierungskosten von Banken in die Höhe treibt, die nationalen Einlagensicherungssysteme über Gebühr belasten.

517. Schließlich gelten die nationalen Einlagensicherungssysteme als wichtiges Argument für die Notwendigkeit eines **Ringfencing im Krisenfall**, das heißt einer Verhinderung des Abflusses von Liquidität oder Eigenkapital der Tochter an die ausländische Muttergesellschaft. Dies hemmt die Finanzintegration im europäischen Bankensektor und damit die mögliche Risikoteilung über den Faktoreinkommens- oder den Ersparnis Kanal. ↘ ZIFFERN 527 FF. Zugleich machen die Ereignisse in Italien jedoch deutlich, wie bedeutsam die Einhaltung bestehender Regeln in der Währungsunion für ihren Zusammenhalt ist. Vor dem Hintergrund der Zweifel an der Bereitschaft Italiens zur Regeltreue gewinnt die Möglichkeit des Ringfencing wieder an Bedeutung. Dies erschwert weitere Integrationschritte. ↘ ZIFFER 537

518. Eine gemeinsame Einlagensicherung birgt zudem Probleme, denn sie verursacht wie jede Versicherung Anreizprobleme. Viele **wichtige wirtschaftspolitische Entscheidungen**, welche die Bankenstabilität beeinflussen, werden weiterhin **auf nationaler Ebene** getroffen. Beispielsweise könnten Mitgliedstaaten die Bedingungen für die Zwangsvollstreckung in Immobilieneigentum im Nachhinein ändern (JG 2016 Ziffer 549). Wenn den kreditgebenden Banken die Verwertung von Sicherheiten erschwert wird, steigen die Kreditausfallrisiken. Von einer gemeinsamen Einlagensicherung könnten somit Fehlanreize für Mitgliedstaaten ausgehen, Risiken auf die europäische Ebene zu verlagern.

Dieselbe Gefahr besteht, wenn Banken in beliebigem Umfang **inländische Staatsanleihen** halten können, ohne dass diese angemessen reguliert sind. Dann könnten staatliche Ausfallrisiken auf die gemeinsame Einlagensicherung verschoben werden. Gleichzeitig könnten Banken weiterhin in großem Umfang Staatsanleihen des Sitzstaates halten, ohne dafür höhere Risikoprämien auf Einlagen in Kauf nehmen zu müssen. Schließlich könnten bereits **bestehende Risiken und Altlasten** über die Einlagensicherung vergemeinschaftet werden. Dies betrifft insbesondere die Risiken aus notleidenden Krediten.

519. Eine europäische Einlagensicherung könnte dann sinnvoll sein, wenn sie **anreizkompatibel ausgestaltet** ist und von weiteren Regulierungen flankiert

wird. ↘ ZIFFERN 521 FF. Insbesondere müsste die Einlagensicherung nach dem **Rückversicherungsprinzip** ausgestaltet sein, sodass kleinere Risiken national getragen werden. Eine europäische Absicherung käme erst bei größeren Krisen in Betracht (Gros, 2013). Für das deutsche Bankensystem wäre es von großer Bedeutung, die bestehenden **Institutssicherungssysteme** in die europäische Einlagensicherung zu **integrieren**. Risikoadjustierte Prämien sollten neben bankspezifischen Risiken zusätzlich **länderspezifische Risiken** berücksichtigen (Schnabel und Véron, 2018). So könnten strukturelle Hemmnisse von Mitgliedstaaten, beispielsweise im Bereich des Insolvenzrechts, angemessen berücksichtigt werden. Dafür müssten geeignete Indikatoren entwickelt werden, die von unabhängiger Seite überprüft werden können. Darüber hinaus ist die **Aufhebung der regulatorischen Privilegierung** von Forderungen gegenüber Staaten eine **zwingende Voraussetzung** für eine europäische Einlagensicherung. ↘ ZIFFER 523

520. Laut Simulationen von Carmassi et al. (2018) ist die **Quersubventionierung** zwischen Staaten selbst in einem voll vergemeinschafteten System **gering**. Dies liegt erstens an der gestiegenen **Verlustabsorptionsfähigkeit** der europäischen Banken durch höheres Eigenkapital und bail-in-fähige Schulden. Zweitens kommt die Haftung der Einlagensicherung erst dann zum Tragen, wenn die Gläubiger am vorderen Ende der Haftungskaskade bereits an den Verlusten beteiligt worden sind. Die Wahrscheinlichkeit einer Inanspruchnahme der gemeinsamen Einlagensicherung ist daher deutlich geringer als beim Abwicklungsfonds. Dies unterstreicht die Notwendigkeit, EDIS vor dem Hintergrund des bald mit einem Fiscal Backstop abgesicherten Abwicklungsfonds zu diskutieren. Dies gilt insbesondere angesichts der Ermessensspielräume des SRB bei dessen Aktivierung. ↘ ZIFFERN 504 F.

Drittens führt die Verwendung **risikobasierter Prämien** zu höheren Einzahlungen von Banken aus riskanteren Ländern. Anders als in dieser Simulationsstudie behauptet ließe sich diese Eigenschaft aber ebenso in einem aus Anreizgründen vorzuziehenden Rückversicherungssystem erzielen, sofern je nach Risiko **unterschiedliche Zielgrößen der nationalen Einlagensicherungsfonds** vorgesehen würden. Rückversicherungssysteme mit festen Zielvolumina auf nationaler Ebene, wie sie in jüngster Zeit diskutiert wurden, wären hingegen kontraproduktiv, da die Größe der nationalen Fonds die Risiken der Banken dann nicht angemessen widerspiegeln würde.

4. Risikoreduzierung und Risikoteilung

521. In der Roadmap zur Vervollständigung der Bankenunion werden weitere Schritte in Richtung Risikoteilung – etwa der fiskalische Backstop des SRF oder eine gemeinsame Einlagensicherung – davon abhängig gemacht, dass **zuvor die Risiken im Finanzsektor signifikant reduziert** werden (Europäische Kommission, 2017a). Damit soll verhindert werden, dass sich die Risikoteilungsmechanismen auf Risiken erstrecken, die sich bereits in der Vergangenheit realisiert haben. Dies erfordert beispielsweise den Abbau der Altbestände an notleidenden Krediten, den Aufbau bail-in-fähiger Verbindlichkeiten (MREL, TLAC)

und die Befüllung des Einheitlichen Abwicklungsfonds sowie der nationalen Einlagensicherungsfonds. Um für alle Seiten eine gewisse Bindungswirkung zu erzielen, wäre es sinnvoll, weitere Schritte in Richtung Risikoteilung an die Erreichung **konkreter Zielwerte** für die Risikoreduzierung zu knüpfen.

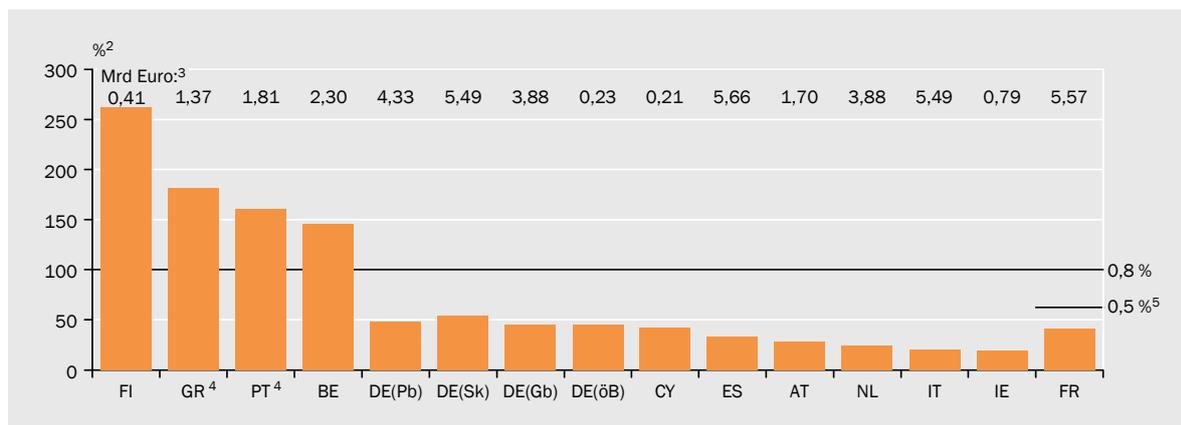
522. Bei der Implementierung des **fiskalischen Backstops des Abwicklungsfonds** ist vorgesehen, dass die zuständigen Behörden im Jahr 2020 einen Bericht zum erfolgten **Abbau von NPL** und dem **Aufbau nachrangiger Bail-in-Puffer** vorlegen, auf dessen Grundlage der Beschluss über ein mögliches vorzeitiges Inkrafttreten gefasst werden soll. Deutschland und Frankreich haben eine Reduzierung der notleidenden Kredite auf 5 % der gesamten Kredite und auf 2,5 % nach Berücksichtigung der Risikovorsorge vorgeschlagen (BMF, 2018). Idealerweise sollten die vereinbarten Zielgrößen auf individueller Bankebene zu erfüllen sein, sodass Institute, die mit dem Abbau von Risiken rascher vorankommen, früher einen Zugang zu den Risikoteilungsmechanismen erhalten würden.

Mindestens ebenso wichtig wie eine Reduzierung der NPL sind allerdings Regeln für eine **angemessene Risikovorsorge** bestehender und zukünftiger NPL. Reformen des Insolvenzrechts, etwa durch die Schaffung beschleunigter außergerichtlicher Verfahren, sind ebenfalls wünschenswert und könnten den Abbau von NPL beschleunigen.

523. Eine Einführung von **EDIS** ist nur in Kombination mit einer **Beendigung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten** denkbar. [↘ ZIFFERN 488 FF.](#) Denn sonst könnten über EDIS staatliche Ausfallrisiken auf die europäische Ebene verschoben werden. Zusätzlich könnte vor der Aufnahme kleinerer Banken in EDIS eine **umfassende Bankenprüfung** in Be-

↘ **ABBILDUNG 70**

Zielausstattung und Füllstände der Einlagensicherungssysteme ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums¹



1 – Stand: 31.12.2017. FI-Finnland, GR-Griechenland, PT-Portugal, BE-Belgien, DE(Pb)-Deutschland (Entschädigungseinrichtung deutscher Banken), DE(Sk)-Deutschland (Sicherungseinrichtung des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes), DE(Gb)-Deutschland (BVR Institutsicherung), DE(öB)-Deutschland (Entschädigungseinrichtung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands), CY-Zypern, ES-Spanien, AT-Österreich, NL-Niederlande, IT-Italien, IE-Irland, FR-Frankreich. 2 – Füllstände der Einlagensicherungssysteme in Relation zur Zielausstattung von 0,8% der gedeckten Einlagen. Gemäß der Richtlinie über Einlagensicherungssysteme (Richtlinie 2014/49/EU) sollen Mitgliedstaaten dafür Sorge tragen, dass die verfügbaren Mittel der Einlagensicherungen bis zum 3.7.2024 mindestens der Zielausstattung von 0,8% der gedeckten Einlagen ihrer Mitglieder entsprechen. 3 – Zielausstattung in Milliarden Euro. 4 – In Griechenland beträgt die Zielausstattung der Einlagensicherung 1,39 % der gedeckten Einlagen ihrer Mitglieder. In Portugal beträgt die Zielausstattung der Einlagensicherung „Fundo de Garantia de Depósitos“ 1,19 % und der Einlagensicherung „Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo“ 2,54 % der gedeckten Einlagen. 5 – Für Frankreich gilt laut der Richtlinie über Einlagensicherungssysteme abweichend eine niedrigere Zielausstattung von 0,5 % der gedeckten Einlagen. In Relation zu dieser beträgt der Füllstand 65,6 %.

Quellen: EBA, eigene Berechnungen

tracht gezogen werden, um eine vergleichbare Bewertung von Risiken zu gewährleisten. Bei der Ausgestaltung einer solchen Bankenprüfung sollten die Lehren aus der umfassenden Bankenprüfung der signifikanten Banken im Jahr 2014 berücksichtigt werden. Schließlich müssen die Mitgliedstaaten die Befüllung der nationalen Einlagensicherungssysteme vorantreiben, um die angestrebten Zielniveaus zu erreichen. Davon sind jedoch zahlreiche Mitgliedstaaten noch weit entfernt. [↪ ABBILDUNG 70](#)

524. Vor allem bei der regulatorischen Behandlung der Forderungen von Banken gegenüber Staaten zeichnet sich bislang keine Einigung ab, was weitere Schritte in Richtung einer **Vervollständigung der Bankenunion auf unbestimmte Zeit verzögern** könnte. Daher sollten Optionen ausgelotet werden, wie den Sorgen vor einer Destabilisierung der Märkte für Staatsschulden Rechnung getragen werden kann, beispielsweise durch die Gewährung langer Übergangsphasen. Denkbar wäre ebenso, den Zugang zu EDIS zunächst auf solche Banken zu beschränken, die sich freiwillig bestimmten Großkreditgrenzen für staatliche Forderungen unterwerfen.

IV. HÜRDEN IM EUROPÄISCHEN FINANZMARKT

525. Der **freie Kapitalverkehr** ist ein **wesentliches Element des gemeinsamen europäischen Binnenmarkts**. Kapital soll möglichst friktionslos über Grenzen hinweg fließen und so zu einer effizienten Kapitalallokation führen. Dies ermöglicht eine Glättung von Einkommen und Konsum durch eine Versicherung gegen länderspezifische Risiken, beispielsweise durch grenzüberschreitend gehaltene Vermögenswerte oder eine grenzüberschreitende Kreditvergabe (Asdrubali et al., 1996; Asdrubali und Kim, 2004). In einer **Währungsunion** ist eine solche **Risikoteilung von besonderer Bedeutung**, da Anpassungen über den nominalen Wechselkurs nicht möglich sind, sodass ein wichtiger Mechanismus zur Abfederung länderspezifischer Schocks nicht zur Verfügung steht. [↪ ZIFFERN 406 FF.](#)
526. Die **Integration der Finanzmärkte im Euro-Raum** liegt heute deutlich **unter dem Niveau**, das **vor der globalen Finanzkrise** erreicht worden war. [↪ ABBILDUNG 63](#) Vor allem das grenzüberschreitende Interbankengeschäft ist zurückgegangen, und die Integration der Kapitalmärkte entwickelt sich verhalten. [↪ ABBILDUNG 72 OBEN LINKS](#) Dies deutet auf **Hürden für die Finanzintegration** hin, die durch die Banken- und Kapitalmarktunion bislang nur unzureichend adressiert wurden. Daher sind weitere Schritte erforderlich, um Friktionen abzubauen und einen einheitlichen Kapitalmarkt zu schaffen.

Dies erscheint vor dem Hintergrund des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union als besonders dringend, dessen Banken, Finanzdienstleister und Börsen eine herausragende Rolle im europäischen Finanzmarkt spielen. Es ist nicht auszuschließen, dass es durch den **Brexit zu negativen Auswirkungen** auf die Verfügbarkeit und Kosten von Finanzdienstleis-

tungen kommt. [↘ KASTEN 14 SEITE 274](#) Um diesen Entwicklungen zu begegnen, sollten Hindernisse für die Integration zwischen den Finanzmärkten der verbleibenden Mitgliedstaaten abgebaut werden, insbesondere innerhalb des Euro-Raums.

1. Geringe Risikoteilung im Euro-Raum

527. In der Literatur werden verschiedene **Kanäle zur Glättung von Einkommen und Konsum (internationale Risikoteilung)** unterschieden. Dazu gehört der „Faktoreinkommenskanal“, der in der Literatur häufig als „Kapitalkanal“ bezeichnet wird. Dieser umfasst etwa Einkommen aus im Ausland gehaltenen finanziellen Aktiva und Arbeitseinkommen aus Beschäftigung im Ausland. Der „Ersparnis Kanal“, der häufig „Kreditkanal“ genannt wird, erfasst die Glättung über die nationale Ersparnis. Hierunter fallen neben den inländischen Investitionen die private und öffentliche grenzüberschreitende Nettokreditaufnahme. Der „fiskalische Kanal“ umfasst grenzüberschreitende öffentliche Transfers sowie private Transfers wie Heimatüberweisungen.

Die empirische Literatur zur Risikoteilung in **Föderalstaaten** weist auf die **große Bedeutung des Faktoreinkommenskanals** hin, während die Risikoteilung über fiskalische Transfers eine vergleichsweise geringe Rolle zu spielen scheint. So zeigen Studien über die Vereinigten Staaten, Kanada, Schweden und Deutschland, dass der Faktoreinkommenskanal den höchsten Beitrag zur Risikoteilung leistet. Kreditmärkte und nationale Fiskalmaßnahmen leisten einen zwar merklichen, aber deutlich schwächeren Beitrag zur Konsumglättung (Asdrubali et al., 1996; Andersson, 2008; Balli et al., 2012a; Hepp und von Hagen, 2013).

528. Analysen für die **Europäische Union oder den Euro-Raum** ergeben hingegen, dass der Beitrag des Faktoreinkommenskanals zur **Risikoteilung** zwischen den Mitgliedstaaten im Vergleich zu einem Bundesstaat wie den Vereinigten Staaten **gering** ist (Sørensen und Yosha, 1998; Asdrubali und Kim, 2004; Kalemli-Özcan et al., 2005; Balli et al., 2012b; Kalemli-Özcan et al., 2014). Hoffmann et al. (2018) zeigen, dass im Euro-Raum vor dem Jahr 2008 vor allem der Interbankenmarkt zum Anstieg der Finanzintegration beigetragen hat. Allerdings führte dessen Zusammenbruch nach der Finanzkrise zu einem spürbaren Rückgang der privaten Risikoteilung. Kredite, die von Banken grenzüberschreitend vergeben worden waren, hatten hingegen einen vergleichsweise starken Einfluss auf die Glättung der Einkommen und waren in Zeiten einer Krise stabiler.

Eine Analyse der EZB (2018a), die auf der Methodik von Asdrubali und Kim (2004) aufbaut, legt nahe, dass **mehr als drei Viertel der Schocks nicht geglättet** werden. Über den Faktoreinkommenskanal findet laut dieser Analyse eine gewisse Risikoteilung statt. Der Ersparnis Kanal, der auch die Kreditaufnahme von Regierungen über supranationale Institutionen wie den EFSF und den ESM erfasst, scheint nach deren Schätzung insgesamt einen negativen Beitrag zur Risikoteilung geleistet zu haben.

Milano (2017) und Cimadomo et al. (2018) untersuchen, inwiefern europäische Institutionen dazu beigetragen haben, die Risikoteilung im Euro-Raum zu erhöhen. Beide Studien zeigen, dass die **Glättung länderspezifischer Schocks** seit der Schaffung von **EFSF und ESM zugenommen** hat. Allerdings scheint weiterhin ein erhebliches Potenzial für eine bessere Risikoteilung zu bestehen. Dies gilt insbesondere für die Risikoteilung über Kapital- und Kreditmärkte. Denn diese ist wenig kontrovers und reduziert gleichzeitig die Notwendigkeit fiskalischer Transfers, welche mit Anreizproblemen behaftet sind. ↘ ZIFFERN 449 FF.

529. Integrierte Finanzmärkte tragen neben der Risikoteilung zu einer Reduktion von **Finanzierungsrestriktionen** bei (Bekaert et al., 2005; Giannetti und Ongena, 2009). Zudem können **Skaleneffekte** erzielt werden, etwa durch eine Erhöhung der Liquidität und Markttiefe. Dies ist vor allem für kleinere Mitgliedstaaten von großer Relevanz. Weiterhin gehen grenzüberschreitende Kapitalflüsse gerade im Bereich der Direktinvestitionen einher mit Wissenstransfers (Borensztein et al., 1998) und einem höheren Wettbewerb und können zur Entwicklung des Finanzsystems beitragen. Allerdings sind nicht alle **Formen der Finanzintegration** gleichermaßen vorteilhaft (Goldberg, 2007; Henry, 2007; JG 2015 Ziffern 446 ff.).

Empirische Studien weisen insbesondere auf die Vorteilhaftigkeit einer Finanzintegration in Form von **Eigenkapital** im Vergleich zu Fremdkapital hin (Henry, 2000; Bekaert et al., 2001; Kose et al., 2009). In Zeiten von Finanzkrisen erweisen sich ausländische Direkt- und Portfolioinvestitionen in Form von Eigenkapital als weniger volatil als Portfolioinvestitionen in Form von Fremdkapital oder als Kredite, die von Banken zur Verfügung gestellt werden (Becker et al., 2007). Fremdkapital kann prozyklisch wirken, wenn die Auswirkungen negativer Schocks über Runs oder Sudden Stops verstärkt werden. Dies gilt insbesondere für kurzfristiges Fremdkapital. **Eigenkapital wirkt** aufgrund der Zustandsabhängigkeit der Auszahlungen hingegen tendenziell **stabilisierend**.

530. Eine stärkere Finanzintegration kann aufgrund der engeren Vernetzung der Volkswirtschaften zu neuen **Risiken für die Finanzstabilität** führen. So können sich Krisen über finanzielle Kanäle schnell in andere Länder übertragen (Müller, 2006; Glasserman und Young, 2016). Insofern besteht ein Trade-off zwischen den Effizienzgewinnen aus einer größeren Finanzintegration und den möglichen Risiken für die Finanzstabilität. Dies betrifft nicht zuletzt den Bereich der Harmonisierung. Denn gerade ein durch **Diversität** gekennzeichnetes System könnte sich in einer Krise als besonders widerstandsfähig erweisen.
531. Die Finanzintegration im **Euro-Raum** ist durch einen **hohen Anteil von Fremdkapital** geprägt, das überwiegend von Banken zur Verfügung gestellt wird. Vor der Krise waren dies vor allem kurzfristige Interbankkredite. Daher überrascht es nicht, dass sich die Finanzintegration im Euro-Raum in der Krise als wenig resilient erwies. Gerade zur Zeit der Krise im Euro-Raum scheinen Kapitalbewegungen aus den Peripheriestaaten in sichere Häfen wie Deutschland die Krise tendenziell verstärkt zu haben. Diese „Flucht in die Qualität“ wird dadurch erleichtert, dass ein Kapitalabzug in ein anderes Land des Euro-Raums möglich ist, ohne gleichzeitig den Währungsraum zu verlassen. Über das TAR-

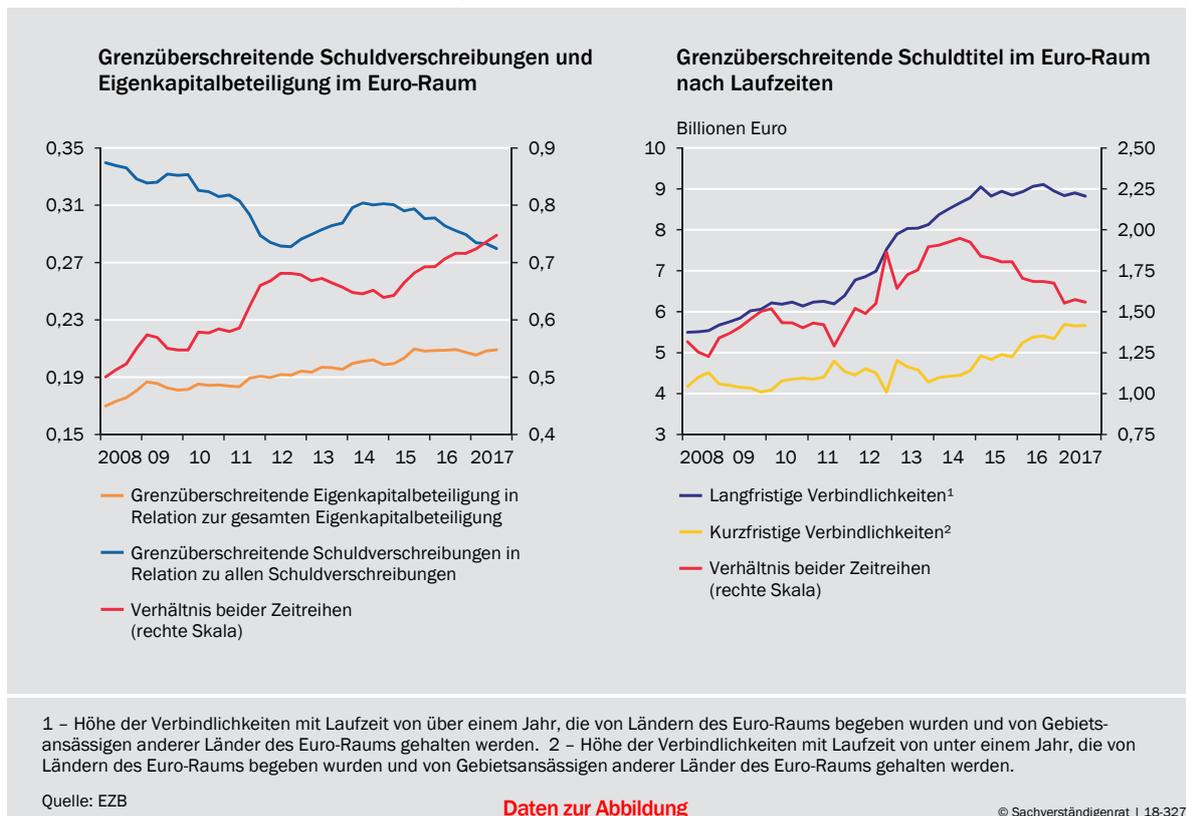
GET-Zahlungssystem können private Kapitalabflüsse jedoch durch öffentliche Zuflüsse ausgeglichen werden. [↪ KASTEN 6](#)

Allerdings weist der Finanzintegrationsbericht der EZB (2016a) darauf hin, dass innerhalb des Euro-Raums grenzüberschreitend gehaltenes **Eigenkapital** im Vergleich zu Fremdkapital **an Bedeutung gewonnen hat**. [↪ ABBILDUNG 71 LINKS](#) So ist der Anteil von Eigenkapital an Portfolioinvestitionen seit dem Jahr 2009 gestiegen. Es gibt jedoch Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten des Euro-Raums, denn in Ländern, deren Ratings seit Beginn der Finanzkrise deutlich herabgestuft wurden, ist der Anteil von Eigenkapital an den Portfolioinvestitionen erheblich geringer (EZB, 2016a). Der Anteil von langfristigen Schulden an den gesamten ausländischen Schulden ist heute höher als 2008. [↪ ABBILDUNG 71 RECHTS](#) Dasselbe gilt für den Anteil der ausländischen Direktinvestitionen innerhalb des Euro-Raums an den gesamten Investitionen aus dem Ausland (EZB, 2018a). Dies deutet auf eine **allmählich steigende Resilienz der Finanzintegration** hin.

532. Das wirtschaftspolitische Ziel kann nicht eine maximale Integration der Finanzmärkte sein. Stattdessen sollte sich die Wirtschaftspolitik darauf konzentrieren, **Friktionen** vor allem in den Bereichen zu **beseitigen**, in denen **Effizienzgewinne** zu erwarten sind, ohne die Finanzstabilität zu bedrohen. Dies setzt eine **Finanzintegration über resiliente Finanzierungsformen** voraus und spricht für eine Stärkung der Eigenkapitalfinanzierung sowie der Direktinvestitionen.

[↪ ABBILDUNG 71](#)

Indikatoren der Resilienz finanzieller Integration im Euro-Raum



2. Hürden für den gemeinsamen Bankenmarkt schrittweise reduzieren

533. Aufgrund der starken Bankbasierung spielt die Integration des Bankenmarkts in Europa eine besonders wichtige Rolle. Historisch haben sich die Bankensektoren in den EU-Mitgliedstaaten sehr unterschiedlich entwickelt. Dies spiegelt sich beispielsweise in einer großen Heterogenität der Marktstrukturen und Geschäftsmodelle, aber ebenso in unterschiedlichen Regulierungen wider. Durch die internationalen Regulierungsabkommen im Rahmen des Basler Ausschusses ist es zu einer stärkeren **Vereinheitlichung der Regulierung** gekommen, da die internationalen Regulierungsvorgaben – anders als beispielsweise in den Vereinigten Staaten – ebenfalls für kleinere Banken angewendet werden. Deutliche **Unterschiede** bestehen jedoch weiterhin in der nationalen Umsetzung der europäischen Vorgaben und in der Implementierung durch die nationale Aufsicht. Die Unterschiede im nationalen Aufsichtsrecht sind vor allem in den umfangreichen **nationalen Wahlrechten** (Options and National Discretion) begründet.

Die **Europäische Bankenunion** hat zu einer **weiteren Vereinheitlichung** beigetragen. Die signifikanten Finanzinstitute sehen sich einer **einheitlichen Aufsicht** durch den Single Supervisory Mechanism (SSM) gegenüber, der jedoch das nationale Aufsichtsrecht inklusive der nationalen Wahlrechte zugrunde legen muss. Zusätzlich soll die aufsichtliche Praxis über das von der European Banking Authority (EBA) entwickelte **Single Rulebook** für nicht direkt von der EZB beaufsichtigte Institute weiter angeglichen werden.

534. Trotz dieser Bestrebungen sind die europäischen **Bankenmärkte** nach wie vor **stark segmentiert**. Dies gilt insbesondere für das Kleinkundengeschäft. So werden lediglich 1 % der Kredite an Haushalte grenzüberschreitend vergeben (EZB, 2018a). Grenzüberschreitende Bankkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum zeigten vor der Krise einen positiven Trend, verharren jedoch seitdem bei etwa 5 % des gesamten Kreditvolumens an nichtfinanzielle Unternehmen. Weitere 3 % entfallen auf den Rest der EU. [↘ ABBILDUNG 72 UNTEN LINKS](#) Grenzüberschreitende Interbankenkredite waren deutlich höher, sind nach der Krise allerdings merklich zurückgegangen. [↘ ABBILDUNG 72 UNTEN RECHTS](#) Das **Auslandsgeschäft der Banken über Zweigstellen und Tochtergesellschaften** ist im Euro-Raum seit der Krise ebenfalls **rückläufig**. [↘ ABBILDUNG 72 OBEN RECHTS](#) Dies hat nicht zuletzt damit zu tun, dass Politik und Aufsicht die Banken nach der Krise aufforderten, sich auf ihr Kerngeschäft zu fokussieren, was häufig mit einem Rückzug aus dem Ausland einherging.
535. Laut EZB (2018a), basierend auf Ergebnissen von Giovannini et al. (2018), spielen **ausländische Zweigstellen und Tochtergesellschaften** für die Risikoteilung über den Ersparnis Kanal eine **besonders wichtige Rolle**. Schnabel und Seckinger (2018) zeigen, dass das Wachstum von Sektoren des Verarbeitenden Gewerbes, die stark von externer Finanzierung abhängig sind, in der EU während der Finanzkrise in besonderem Maße von den Aktivitäten ansässiger ausländischer Banken abhing. Für die grenzüberschreitende Kreditvergabe konnten keine vergleichbaren Effekte festgestellt werden. Daher

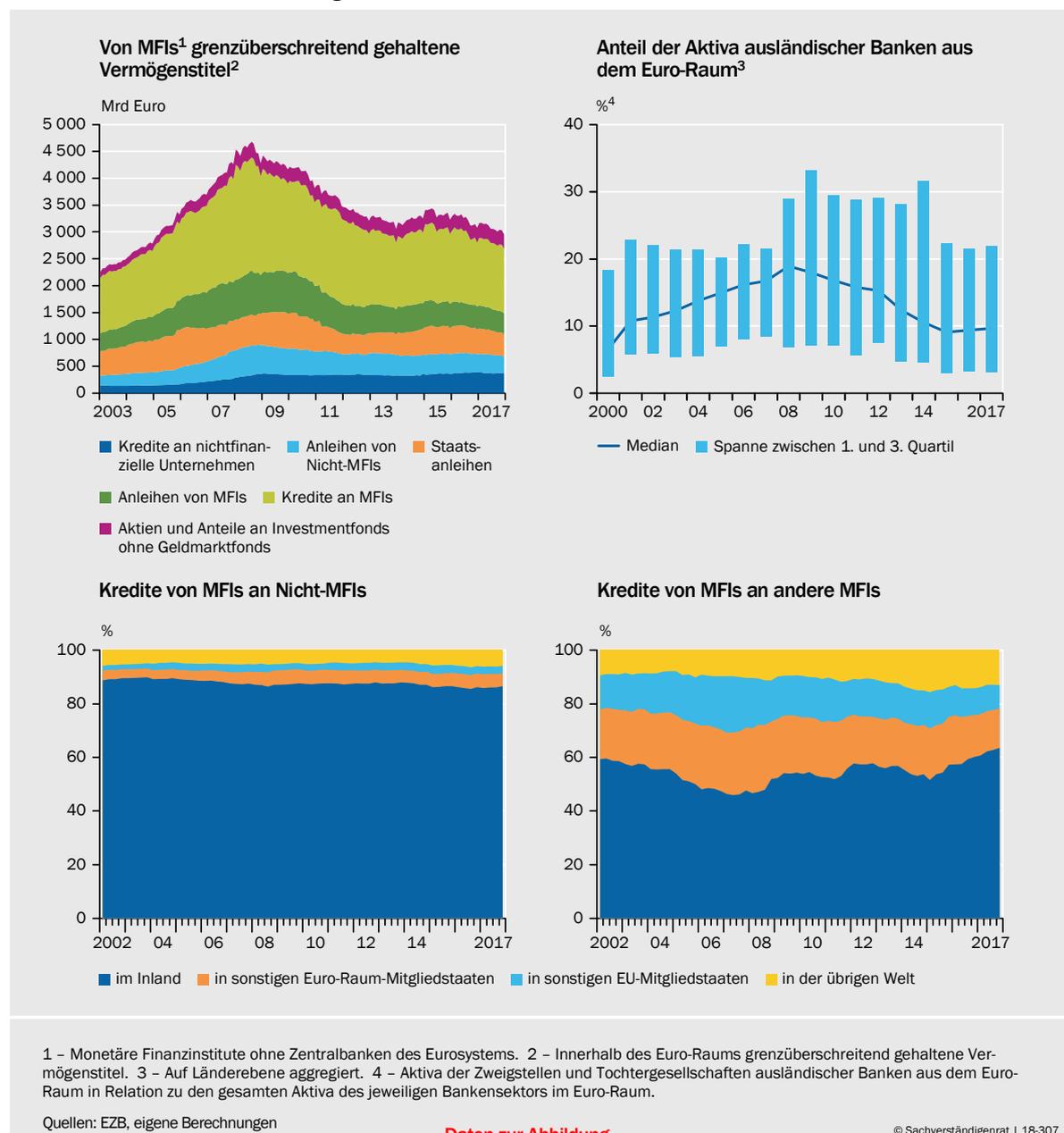
sollte dem Abbau von Hürden für das Auslandsgeschäft über Zweigstellen und Tochtergesellschaften eine besondere Beachtung geschenkt werden.

Angesichts der bestehenden Überkapazitäten im Bankensektor in vielen Mitgliedstaaten des Euro-Raums ist ein Marktzutritt vor allem über Fusionen möglich. Tatsächlich finden jedoch insbesondere seit der Finanzkrise **kaum grenzüberschreitende Fusionen im Bankensektor** statt (EZB, 2017a). Das dürfte nicht zuletzt mit den bestehenden Altlasten im europäischen Bankensektor zu tun haben, etwa den hohen Beständen an NPL. Bei mehreren in Schwierigkeiten geratenen Banken kam es im vergangenen Jahr hingegen zu nationalen Fusionen (JG 2017 Ziffern 432 ff.).

- 536. Erschwert werden grenzüberschreitende Fusionen zudem durch den Ruf der Politik nach einer **nationalen Industriepolitik für den Finanzsektor**, der

▽ **ABBILDUNG 72**

Indikatoren für Bankensektorintegration im Euro-Raum



in Deutschland wieder vermehrt zu vernehmen ist (Neubacher, 2018; Reuters, 2018). Eine Einmischung der Politik in Unternehmensentscheidungen, welche die Schaffung „nationaler Champions“ befördert, ist **kritisch zu sehen** und birgt die Gefahr ineffizienter Bankenzusammenschlüsse sowie einer Verstärkung des „Too-big-to-fail“-Problems (Monopolkommission, 2004; Schnabel und Hakenes, 2006). Zudem widerspricht eine Bevorzugung nationaler Fusionen dem Geist der Bankenunion.

537. Stattdessen sollten **Hürden für grenzüberschreitende Fusionen abgebaut** werden (EZB, 2017a). Eine Reduzierung der nationalen Wahlrechte in der Bankenregulierung wäre hierfür ebenso hilfreich wie eine stärkere Vereinheitlichung in zentralen Bereichen des Insolvenzrechts und Verbraucherschutzes. Gleichzeitig muss sichergestellt werden, dass eine Abwicklung von grenzüberschreitend tätigen Banken innerhalb des Euro-Raums reibungslos möglich ist und nicht durch rechtliche Hürden behindert wird. Eine Einschränkung des Austauschs von Liquidität und Eigenkapital zwischen Mutter- und Tochtergesellschaften („Ringfencing“), wie sie derzeit üblich ist, erschwert die Abwicklung und verringert die Attraktivität grenzüberschreitender Fusionen. Sind Einlagensicherungssysteme national organisiert, ist eine gewisse Abschirmung gegenüber Liquiditäts- und Kapitalabflüssen unvermeidlich. Mittelfristig wäre allerdings ein **flexibleres System zur konzerninternen Verteilung von Liquidität und Eigenkapital** (einschließlich MREL und TLAC) wünschenswert. Die Vertiefung der Bankenunion würde die Notwendigkeit von Ringfencing verringern und könnte so zu einer stärkeren Integration der Bankenmärkte beitragen. ↘ ZIFFERN 481 FF.

3. Impulse für die europäische Kapitalmarktunion

538. Das im Jahr 2014 ins Leben gerufene Projekt der **europäischen Kapitalmarktunion** verfolgt das Ziel, die **Kapitalmarktfinanzierung** in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union als Ergänzung zur Bankfinanzierung zu **stärken** und die **Vertiefung der Finanzintegration** voranzutreiben (JG 2015 Ziffern 437 ff.). Dazu legte die Europäische Kommission im Jahr 2015 einen Aktionsplan vor, dessen Ziel es war, Hürden für die Kapitalmarktfinanzierung in Europa zu überwinden (Europäische Kommission, 2015b, 2015c). Neben der allgemeinen Förderung der Kapitalmarktfinanzierung richtet dieser Plan sein Augenmerk auf bestimmte Marktsegmente, wie beispielsweise den Kapitalmarktzugang für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), langfristige Infrastruktur- und Wagnisinvestitionen sowie Privatplatzierungen und Kreditverbriefungen (JG 2015 Kasten 15). Ursprünglich sollten bis zum Jahr 2019 die Rahmenbedingungen für eine Kapitalmarktunion geschaffen werden.
539. Ein verbesserter Zugang zur Kapitalmarktfinanzierung könnte sich aus mehreren Gründen als vorteilhaft erweisen. Eine stärkere **Diversifizierung der Finanzierungsquellen** für Unternehmen **vermindert die Abhängigkeit vom Bankensektor**, was insbesondere in Zeiten von Finanzkrisen von großer Bedeutung ist (JG 2015 Kasten 16; Thomadakis, 2017). So zeigen Gambacorta et al. (2014), dass Rezessionen, die mit Finanzkrisen einhergehen, Länder mit

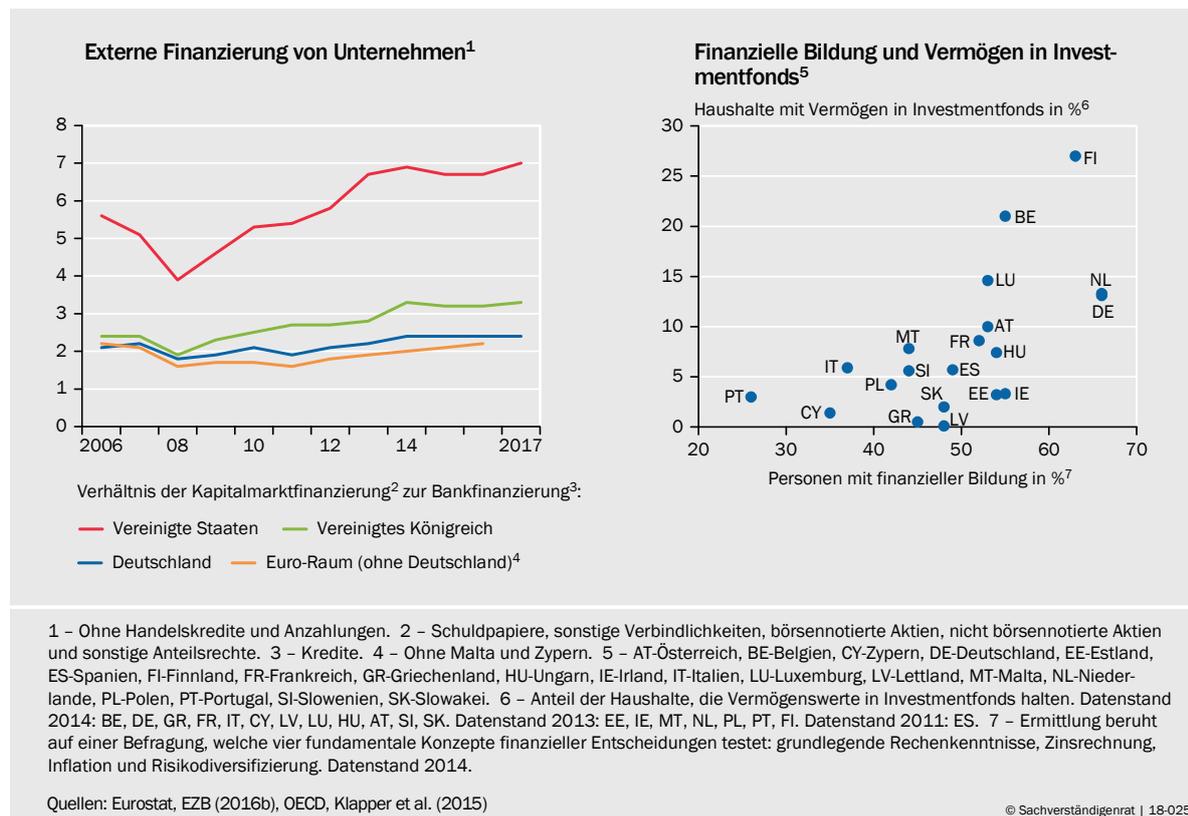
bankbasierten Finanzsystemen besonders schwer treffen. Darüber hinaus kann ein verbesserter Zugang zur Kapitalmarktfinanzierung die **Risikoteilung unter den Mitgliedstaaten** über den Faktoreinkommens- oder Ersparnis Kanal **erhöhen**. [↘ ZIFFERN 527 FF.](#) Schließlich könnten vor allem vergleichsweise riskante Unternehmen von einem verbesserten Kapitalmarktzugang profitieren. Neben der **Gründungsfinanzierung** betrifft dies junge Unternehmen in der Wachstumsphase, deren unzureichende Finanzierung häufig als Hemmnis für die Ansiedlung solcher Unternehmen in Europa genannt wird (JG 2015 Ziffern 690 ff.).

540. Nach dem **Brexit-Votum** dürfte der kapitalmarktbasierter Finanzierung im Rest der EU eine noch wichtigere Rolle zukommen. Abhängig vom Ausmaß, in dem die im Vereinigten Königreich ansässigen Finanzinstitute ihre Passporting-Rechte verlieren, ist mit einer Migration kapitalmarktbasierter Finanzdienstleistungen in Richtung der verbleibenden Mitgliedstaaten zu rechnen (Sapir et al., 2018). [↘ KASTEN 14 SEITE 274](#) Gerade wenn sich hierbei ein **System mit verschiedenen Finanzzentren** herausbildet, kommt einem freien Kapitalverkehr eine wesentliche Rolle zu. Dies verdeutlicht die Notwendigkeit, Hürden einer grenzüberschreitenden Kapitalmarktfinanzierung abzubauen. Im Hinblick auf die Vertiefung der europäischen Finanzintegration ist die Kapitalmarktunion **komplementär zur Bankenunion**. [↘ ZIFFERN 481 FF.](#)

541. Nach wie vor spielt die Kapitalmarktfinanzierung in Europa im Vergleich zu den Vereinigten Staaten **eine untergeordnete Rolle**. Seit der Finanzkrise ist die Kapitalmarktfinanzierung in Europa leicht angestiegen, allerdings weniger als in den Vereinigten Staaten. [↘ ABBILDUNG 73 LINKS](#) Diese Veränderungen dürften jedoch

↘ ABBILDUNG 73

Finanzmarktindikatoren ausgewählter Länder



Daten zur Abbildung

zum Teil auf **Bewertungseffekte** von Aktien und Anleihen im vorherrschenden **Niedrigzinsumfeld** zurückzuführen sein.

Hürden für Kapitalmarktfinanzierungen in Europa

542. Für die geringe Bedeutung der Kapitalmarktfinanzierung sind angebots- und nachfrageseitige Faktoren verantwortlich. Ein wesentlicher Grund für das vergleichsweise **geringe Kapitalmarktangebot** in Europa im Vergleich zu den Vereinigten Staaten liegt in einem unterschiedlichen Sparverhalten. Während Ersparnisse in den Vereinigten Staaten hauptsächlich über Kapitalmarktprodukte wie Aktien oder Investmentfonds gebildet werden, findet das Sparen in Europa traditionell über Bankeinlagen statt (Véron und Wolff, 2015; EZB, 2016a). Eine vergleichsweise geringe Anlage am Kapitalmarkt könnte auf eine wenig ausgeprägte finanzielle Bildung (**Financial Literacy**) zurückzuführen sein (van Rooij et al., 2011; Cole et al., 2014). Beispielsweise findet sich in Europa eine deutlich positive Korrelation auf Länderebene zwischen der finanziellen Bildung und der Investition in Investmentfonds. [↘ ABBILDUNG 73 RECHTS](#)

Ein weiterer Grund für ein geringes Kapitalmarktangebot in Europa dürften strukturelle Unterschiede des **Alterssicherungssystems** sein. Während beispielsweise in Deutschland die umlagefinanzierte Alterssicherung eine dominante Rolle spielt, ist die Alterssicherung in den Vereinigten Staaten im Wesentlichen kapitalgedeckt, was größere Anlagevolumina sowie eine höhere Relevanz institutioneller Investoren wie Pensionsfonds oder Asset Manager in den Vereinigten Staaten erklärt.

543. Auf der **Nachfrageseite** dürften **Informationsasymmetrien** eine wesentliche Hürde darstellen. Ein Großteil der nichtfinanziellen Unternehmen in der Europäischen Union besteht aus **kleineren und mittleren Unternehmen** (Bremus und Neugebauer, 2018). Diese Unternehmen unterliegen strukturellen Hürden beim Zugang zum Kapitalmarkt, da sie Offenlegungspflichten nur mit hohem Aufwand erfüllen können und die Fixkosten bei Wertpapieremissionen für sie häufig prohibitiv sind. Während viele KMU sich stattdessen über Banken finanzieren, ist dies für **Start-up-Unternehmen** in der Anfangs- und Wachstumsphase aufgrund der Risikostruktur der Projekte keine Option. Ein schwach entwickelter Kapitalmarkt im Bereich der Risikofinanzierung kann daher dazu führen, dass Unternehmensgründungen unterbleiben oder dass Unternehmen in andere Länder verlagert werden. Dies ist problematisch, da gerade junge Unternehmen für Wachstum und Innovation von großer Bedeutung sind.
544. Der Bereich der **Eigenkapitalfinanzierung** ist in Europa besonders **schwach entwickelt** (Valiante, 2016). Dies wird durch die Ausgestaltung des Steuersystems begünstigt (Feld et al., 2013). In den meisten EU-Mitgliedstaaten werden **Fremdkapitalfinanzierungen steuerlich privilegiert** (Europäische Kommission, 2013; Bremus und Huber, 2016). Die steuerliche Ungleichbehandlung schafft für Unternehmen Anreize zu einer übermäßigen Fremdkapitalfinanzierung, was gleichzeitig die Tendenz zur Bankfinanzierung verstärken dürfte (Europäische Kommission, 2015b; Bremus und Huber, 2016).

545. Die genannten Hürden bestehen in noch stärkerer Weise bei **grenzüberschreitenden Finanzierungen**, was die geringe Risikoteilung über Kapitalmärkte erklären könnte. ↘ ZIFFERN 527 FF. Aus Sicht der **Privatanleger** dürften unterschiedliche **Quellensteuern** in den Mitgliedstaaten Barrieren zu einem grenzüberschreitenden Kapitalverkehr darstellen. Zwar ist in den meisten bilateralen Steuerabkommen eine Erstattung vorgesehen, um Doppelbesteuerungen zu vermeiden, jedoch müssen Anleger mitunter **aufwendige Verfahren** durchlaufen (Europäische Kommission, 2017c). Unzureichende **Financial Literacy** spielt hier ebenfalls eine wichtige Rolle: Häufig werden die Vorzüge einer internationalen Diversifikation nicht erkannt (Home Bias; Coeurdacier und Rey, 2013; Harms et al., 2015), und sinnvolle grenzüberschreitende Investitionsmöglichkeiten bleiben ungenutzt (Europäische Kommission, 2017d).

Aus Sicht von **institutionellen Investoren**, wie zum Beispiel Asset Managern, ergeben sich Barrieren durch unterschiedliche Gesetzgebungen und deren Anwendungen auf der Ebene der Mitgliedstaaten (Europäische Kommission, 2017d). Dazu zählen beispielsweise Unterschiede der **nationalen Insolvenzrechte** und die stark divergierende Dauer von Zwangsvollstreckungen über Länder hinweg, die zu Rechtsunsicherheit führen (Europäische Kommission, 2017c; JG 2016 Ziffer 521). Darüber hinaus bestehen Barrieren aufgrund unterschiedlicher **aufsichtlicher Vorschriften** in den Mitgliedstaaten. So gelten beispielsweise verschiedene Vertriebsvorschriften und Verbraucherschutzregelungen (Europäische Kommission, 2017d).

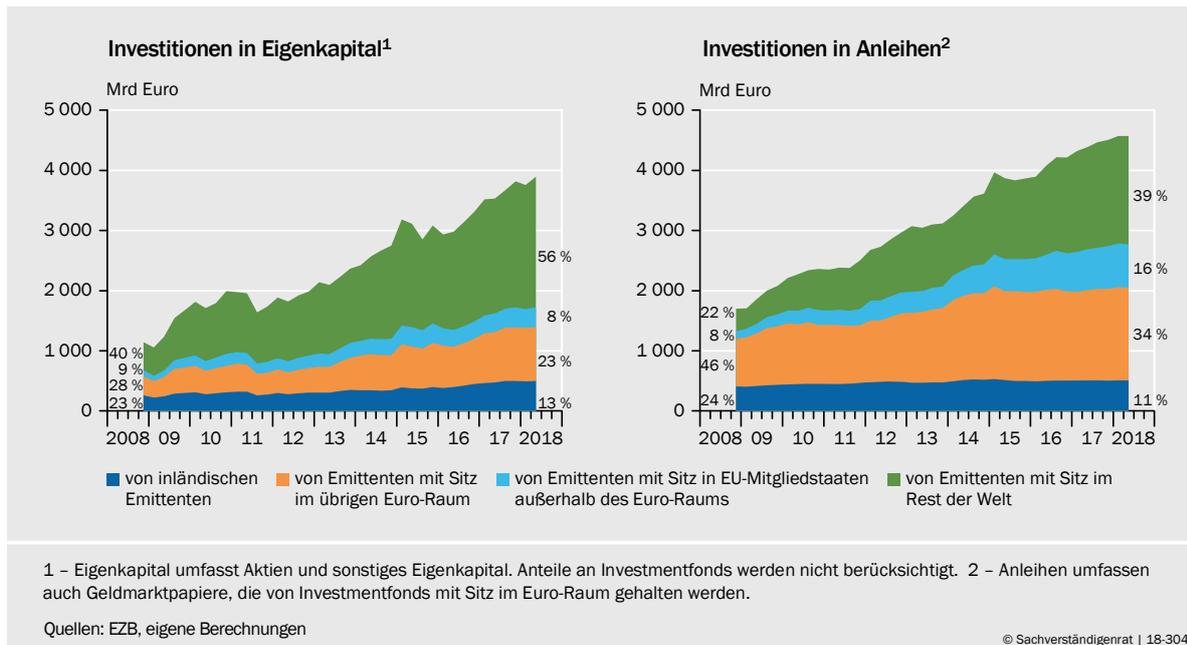
Schließlich sind internationale Kapitalmarktfinanzierungen für KMU noch schwieriger zu bewerkstelligen als heimische, da **Informationsasymmetrien im internationalen Kontext verschärft** auftreten. Rechtliche Unterschiede, etwa im Insolvenzrecht, spielen hier ebenfalls eine wichtige Rolle.

546. Die vorangegangenen Überlegungen werden durch die empirische Literatur gestützt. So deuten Analysen von Giovannini et al. (2018) darauf hin, dass neben der privaten Altersvorsorge und der finanziellen Bildung dem Insolvenzrecht und der Fondsindustrie eine besondere Bedeutung für die internationale Risikoteilung im Euro-Raum zukommt. **Investmentfonds** könnten für die Finanzintegration förderlich sein, weil sie helfen, die beschriebenen Hürden zu reduzieren, indem sie eine internationale Diversifikation zu geringen Kosten ermöglichen. Tatsächlich ist das verwaltete Vermögen von Investmentfonds seit der Finanzkrise deutlich angestiegen (JG 2017 Ziffer 495).

Dabei zeigt sich, dass bei Aktien und Anleihen eine stärkere Ausrichtung der Fonds auf **internationale Wertpapiere** stattgefunden hat. ↘ ABBILDUNG 74 Dies gilt vor allem für außereuropäische Wertpapiere. Zusätzlich hat es innerhalb der europäischen Anlagen eine Verschiebung hin zu nicht-heimischen Emittenten gegeben. Angesichts dieser Entwicklung dürften Investmentfonds eine zunehmend wichtige Rolle bei der Vertiefung des Kapitalverkehrs in Europa spielen, nicht zuletzt im Rahmen der privaten und betrieblichen Altersvorsorge. Für die Unternehmensfinanzierung könnten Investmentfonds in Form von Kreditfonds zukünftig ebenfalls eine wichtigere Rolle spielen.

ABBILDUNG 74

Wertpapierbestände von Investmentfonds in den Mitgliedstaaten des Euro-Raums



Daten zur Abbildung

Beseitigung von Hürden durch die Kapitalmarktunion

547. Im Rahmen der Kapitalmarktunion wurde von der Europäischen Kommission eine Reihe von **Maßnahmen** und **Gesetzesvorschlägen** vorgelegt, um die beschriebenen Hürden abzubauen. Mit dem Aktionsplan aus dem Jahr 2015 veröffentlichte die Europäische Kommission Empfehlungen, die im Wesentlichen auf die Bereiche Kapitalmarktfinanzierung von Unternehmen, langfristige Investitionen in Infrastruktur und verbesserte Anlagemöglichkeiten für private und institutionelle Investoren abstellten (Europäische Kommission, 2015c; JG 2015 Kasten 15). Allerdings wurden bislang lediglich drei von insgesamt dreizehn Gesetzesvorschlägen der Europäischen Kommission verabschiedet.

So wurden die **Prospektvorschriften für Wertpapieremissionen** reformiert, um KMU den Zugang zu Kapitalmärkten zu erleichtern. Darüber hinaus wurde die Verordnung zu **Europäischen Risikokapitalfonds** (EuVECA-Fonds), die Investitionen in KMU und Start-Up-Unternehmen fördern soll, sowie zu **Fonds für soziales Unternehmertum** (EuSEF-Fonds) überarbeitet. Schließlich wurde ein vereinfachtes Regelwerk für **einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen** (STSS-Regelwerk) geschaffen, über das kleineren Unternehmen indirekt über den Verbriefungsmarkt der Zugang zum Kapitalmarkt ermöglicht werden soll (Europäische Kommission, 2018a).

548. In ihrer Halbzeitanalyse vom Juni 2017 betonte die Europäische Kommission die Notwendigkeit der „Vollendung“ der Kapitalmarktunion und legte eine Liste von vorrangigen Maßnahmen (**Priority Actions**) vor (Europäische Kommission, 2017c). Hierzu gehören eine effektivere Aufsicht durch die ESMA, eine Erhöhung der Proportionalität der Regulierung, um KMU den Zugang zu organisierten Kapitalmärkten zu erleichtern, Lizenz- und Passporting-Rechte für Fintech-Unternehmen sowie eine differenzierte Behandlung von nachhaltigen Finanzprodukten.

549. An der großen Zahl an verschiedenen, teils sehr technischen Initiativen wird deutlich, dass die Kapitalmarktunion sich grundlegend von der Bankenunion unterscheidet. Letztere ist durch ein klar umrissenes Konzept zur Reform der Bankenarchitektur gekennzeichnet. Bei der Kapitalmarktunion handelt es sich hingegen um ein **fortdauerndes Binnenmarktprojekt**. Messbare **Erfolge** dürften sich **erst in der mittleren Frist** niederschlagen und kaum auf Einzelmaßnahmen zurückzuführen sein.
550. Im Kontext der Kapitalmarktunion wurde eine Vielzahl weiterer Initiativen gestartet. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf **Harmonisierungen des Insolvenzrechts**. Dabei geht es unter anderem um die Schaffung eines EU-einheitlichen Regimes für außergerichtliche Verfahren. Hierdurch können langwierige Insolvenzverfahren vermieden werden, was insbesondere in Staaten mit ineffizienten Rechtssystemen eine erhebliche Verbesserung darstellen kann. Weitere Initiativen betreffen Entschuldungsverfahren für Privatpersonen und Einzelunternehmen (Second Chance) und den Umgang mit Sicherheiten. Dem **Insolvenzrecht** kommt eine **besondere Bedeutung** zu, da es die Kapitalmarktfinanzierung sowie die Bankfinanzierung und den Umgang mit notleidenden Krediten maßgeblich beeinflusst.
551. Wichtig ist zudem die Herausbildung **europäischer Standards**, wie sie bereits für Risikokapitalfonds (EuVECA) und Verbriefungen (STSS) vorliegen. Ähnliche Initiativen gibt es im Bereich der gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) sowie für Crowdfunding-Plattformen. Die EU folgt damit vorherigen erfolgreichen Initiativen bei der Standardsetzung, etwa im Bereich der Investmentfonds durch die Schaffung des Labels der UCITS-Fonds (JG 2017 Ziffer 503).
552. Eine weitere Initiative strebt die Schaffung eines **europaweiten Produkts für die private Altersvorsorge** (Pan-European Personal Pension Product, PEPP) an. Hiermit soll ein **Rahmenwerk** geschaffen werden, unter dem verschiedene private Anbieter, wie Lebensversicherer, Banken und Asset Manager Produkte zur Altersvorsorge entwickeln können. Dabei sollen die wesentlichen **Produktmerkmale** wie Transparenzanforderungen, Anlagevorschriften, Regeln für den Anbieterwechsel und Mitnahmefähigkeit (Portabilität) **standardisiert** werden. Die bestehenden Möglichkeiten der gesetzlichen, betrieblichen und privaten Altersvorsorge sollen durch das PEPP nicht ersetzt, sondern lediglich ergänzt werden (Europäische Kommission, 2017e).

Der Sachverständigenrat hat sich bereits in der Vergangenheit für die Schaffung eines **privat angebotenen Standardprodukts** für die private und betriebliche Altersvorsorge ausgesprochen (JG 2016 Ziffer 645). Die Schaffung eines solchen Produkts auf europäischer Ebene ist im Hinblick auf das Ziel eines europäischen Kapitalmarkts ein Schritt in die richtige Richtung und könnte den Wettbewerb unter den privaten Anbietern erhöhen.

553. Im Kontext des Vorschlags zur gemeinsamen Körperschaftsteuer-Bemessungsgrundlage werden zudem Vorschläge unterbreitet, wie der steuerlichen Begünstigung des Fremdkapitals begegnet werden kann. Hierzu soll bei der **Eigenkapitalausgabe** ein **Steuerabzug** gewährt werden. Vorschläge der Europäischen

Kommission sehen vor, dass jedes Jahr ein fester Prozentsatz des neuen Eigenkapitals eines Unternehmens steuerlich abzugsfähig ist (Europäische Kommission, 2018a). Dieser setzt sich aus einem risikofreien Zinssatz und einer Risikoprämie zusammen. Dies entspricht im Grundsatz dem vom Sachverständigenrat seit Jahren vorgebrachten Vorschlag einer **Zinsbereinigung des Grundkapitals** (JG 2017 Kasten 2; JG 2015 Ziffern 728 ff.; JG 2012 Ziffern 407 ff.). Denn ein Abbau der steuerlichen Privilegierung von Fremdkapital wäre ein wesentlicher Beitrag zur **Stärkung der Eigenkapitalfinanzierung** in Europa. Dies würde Anreize für Unternehmen schaffen, sich in stärkerem Maße über Eigenkapital zu finanzieren und dazu beitragen, dass Banken ihre Eigenkapitalquoten stärken. Beides würde die Resilienz des Finanzsystems erhöhen.

554. Darüber hinaus wird vorgeschlagen, die Kompetenzen der ESMA auszuweiten, um eine stärkere **Zentralisierung der Finanzmarktaufsicht** zu erreichen. Der zentrale Vorteil bestünde darin, dass Regulierungen in der Aufsichtspraxis **einheitlicher** implementiert werden könnten (Sapir et al., 2018). Dies könnte die Integration des europäischen Kapitalmarkts beschleunigen. Außerdem wäre es leichter möglich, einer **regulatorischen Arbitrage** durch unterschiedlich strenge Auslegungen europäischer Regeln zu begegnen. Schließlich könnten Effizienzgewinne erzielt werden, indem die Aufsicht gebündelt wird. Von besonderer Bedeutung ist die Aufsicht über **zentrale Gegenparteien** (Central Counterparties, CCP) aufgrund ihrer systemischen Bedeutung für den europäischen Kapitalmarkt.

Allerdings könnte die nationale Aufsicht in einzelnen Bereichen über bessere Kenntnisse über länderspezifische Besonderheiten verfügen. Daher müsste sichergestellt werden, dass **länderspezifische Geschäftsfelder und Produkte**, wie zum Beispiel Pfandbriefe in Deutschland, unter einer gemeinsamen Aufsicht weiterhin reibungslos genutzt werden können. Hierfür könnte es sinnvoll sein, in Teilbereichen die nationalen Kompetenzen aufrechtzuerhalten. Insgesamt dürfte aber eine stärkere Zentralisierung der Finanzmarktaufsicht sinnvoll sein, insbesondere vor dem Hintergrund des bevorstehenden Brexit. Denn durch den Brexit verliert die EU ihr Finanzzentrum. Es muss vermieden werden, dass die damit einhergehende Bildung mehrerer Finanzzentren zu einer Fragmentierung des Kapitalmarkts führt.

555. Aktionspläne im Bereich Fintechs und nachhaltige Finanzierung sollen zudem die Zukunftsfähigkeit des europäischen Finanzmarkts fördern. Kritisch zu hinterfragen sind **Erleichterungen der regulatorischen Kapitalanforderungen**, wie sie unter dem Schlagwort „Green Finance“ diskutiert werden. Grundsätzlich sollte die Eigenkapitalregulierung auf das zugrunde liegende Risiko der jeweiligen Investition abstellen und **nicht mit politischen Zielen vermischt werden**.
556. Insgesamt fällt auf, dass der größte Teil der im Rahmen der Kapitalmarktunion geplanten Maßnahmen auf die **Nachfrageseite** abzielt. Eine funktionierende Kapitalmarktunion erfordert jedoch zusätzlich eine verstärkte Bereitschaft von Investoren, in Kapitalmarktprodukte zu investieren. Angesichts der demografischen Entwicklung in den meisten EU-Mitgliedstaaten ist eine weitere Stärkung

der kapitalgedeckten Altersvorsorge geboten. Für Deutschland hat der Sachverständigenrat hierzu in der Vergangenheit eine Reihe von Handlungsalternativen aufgezeigt (JG 2016 Ziffern 650 ff.).

Eine Förderung der **Financial Literacy** in Schulen könnte die Investition in europäische Kapitalmarktprodukte, insbesondere Investmentfonds, stärken. Allerdings handelt es sich hierbei um ein langfristiges Projekt, das von europäischer Ebene nur in begrenztem Maße gesteuert werden kann. Neben der privaten Vorsorge könnte die betriebliche Altersvorsorge zur Vertiefung der Kapitalmärkte beitragen, indem die Rolle von Pensionsfonds gestärkt wird, die in europäische Kapitalmarktprodukte investieren können.

557. Abschließend lässt sich feststellen, dass die geplanten Initiativen im Rahmen der Kapitalmarktunion einen **wichtigen Beitrag zur Vertiefung der Finanzintegration und der Risikoteilung in Europa** leisten können. Die wachsende Bedeutung der Kapitalmärkte muss allerdings regulatorisch begleitet werden. Dies betrifft insbesondere den stark wachsenden Sektor der **Investmentfonds**, dessen Regulierung derzeit hauptsächlich darauf abzielt, Anleger und Investmentfonds auf Einzelebene zu schützen, und nicht darauf, die Systemstabilität zu gewährleisten (JG 2017 Ziffern 503 ff.). Insofern sollte eine **Ausweitung der makroprudenziellen Politik auf den Nicht-Bankensektor** in Erwägung gezogen werden (JG 2017 Ziffer 509).

Die langfristige Perspektive der Kapitalmarktunion und ihre Basierung auf vielen kleinteiligen Einzelmaßnahmen sollte nicht dazu führen, dass Maßnahmen, deren Wirkungen erst mittelfristig einsetzen, auf die lange Bank geschoben werden. So warnte EU-Kommissar Dombrovskis im August 2018 davor, dass die Maßnahmen der Kapitalmarktunion nicht wie geplant bis zum Jahr 2019 abgeschlossen werden könnten (Brunsdon, 2018). Angesichts ihres großen Potenzials sollte die **Kapitalmarktunion** politisch eine **hohe Priorität** besitzen.

▾ KASTEN 14

Auswirkungen des Brexit auf die Finanzmärkte

Das Vereinigte Königreich beheimatet mit London einen der wichtigsten Finanzplätze der Welt, der **umfangreiche Geschäftsbeziehungen** zu Akteuren aus der EU unterhält. Besondere Bedeutung besitzt der Finanzplatz London in den Bereichen **Clearing** und **Derivate**. Dort ansässige zentrale Kontrahenten (Central Counterparties, CCP) sind wesentliche Akteure im Clearing von in Euro denominierten Transaktionen, zum Beispiel von Pensionsgeschäften (EZB, 2017b). Sie wickeln darüber hinaus einen Großteil der außerbörslich gehandelten Kredit- und Zinsderivate (OTC-Derivate) ab (Deutsche Bundesbank, 2018). Weiterhin wird etwa ein Fünftel der Absicherungsgeschäfte des nichtfinanziellen Sektors des Euro-Raums in London durchgeführt (EZB, 2017b).

Der Austritt aus der EU dürfte dazu führen, dass Finanzmarktakteure aus dem Vereinigten Königreich ihre **Passporting-Rechte** verlieren. Diese ermöglichen es ihnen bislang, in der gesamten EU Finanzdienstleistungen grenzüberschreitend oder durch Filialen zu erbringen, ohne dafür zusätzliche lokale Genehmigungen einholen oder Tochtergesellschaften gründen zu müssen (JG 2016 Kasten 9). Im Rahmen einer **Drittstaatenäquivalenzregelung** besteht die Möglichkeit, dass im Vereinigten Königreich ansässige Akteure weiterhin ausgewählte Leistungen in der EU erbringen dürfen. Dies setzt je-

doch voraus, dass die Finanzmarktregulierung im Vereinigten Königreich als äquivalent anerkannt wird. Die Europäische Kommission trifft Äquivalenzentscheidungen unilateral und kann diese jederzeit widerrufen.

Ein Vergleich der Bestimmungen für bestehende **Drittstaatenregime** verdeutlicht, dass der Zugang zum EU-Markt in Abhängigkeit des Geschäftsbereichs unterschiedlich stark eingeschränkt ist. Es ist deshalb davon auszugehen, dass im Vereinigten Königreich ansässige Finanzmarktakteure im Rahmen einer Drittstaatenäquivalenzregelung im Vergleich zum aktuellen Zustand nur einen eingeschränkten Zugang zu den europäischen Märkten erhalten würden (Lannoo, 2016).

Die Europäische Kommission und die zuständigen Aufsichtsbehörden haben wiederholt darauf hingewiesen, dass **Finanzmarktakteure Vorbereitungen** für den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU treffen und dabei auch die Möglichkeit berücksichtigen sollen, dass ein Austrittsabkommen nicht zustande kommt (ESMA, 2018; Europäische Kommission, 2018b). Für den Fall, dass sich die beteiligten Parteien auf ein Austrittsabkommen einigen, ist die vorgesehene Übergangsphase zwar geeignet, kurz- und mittelfristige Risiken, die sich durch den Austritt ergeben können, abzumildern. Sie können jedoch nicht gänzlich ausgeschlossen werden (IWF, 2018).

Kurzfristig könnten Risiken für die Finanzstabilität aus Problemen bei der **Erfüllung bestehender Verträge** entstehen. Insbesondere im Bereich der **Derivate** ist die Gewährleistung der Kontinuität von Verträgen von besonderer Bedeutung. Bestehende Verträge behalten zwar prinzipiell ihre Gültigkeit. Für OTC-Derivate übliche Vorgänge („lifecycle events“) könnten jedoch dazu führen, dass bestehende Geschäfte als neue Transaktionen zu behandeln sind, die der dann gültigen Rechtslage unterliegen. Um diese Vorgänge durchführen zu können, würden britische Finanzdienstleister infolge des Austritts des Vereinigten Königreichs eine Äquivalenzregelung der EU, nationale Zulassungen oder Befreiungen („waiver“) benötigen (IWF, 2018).

Damit europäische Teilnehmer am Clearing weiterhin im Vereinigten Königreich ansässige CCP verwenden dürfen, müssten diese von der ESMA anerkannt werden (Bank of England, 2018). Andernfalls könnten europäische Teilnehmer am Clearing und deren Kunden gezwungen sein, ihre Geschäfte zu anerkannten CCP in der EU zu verlagern. Versicherer könnten ohne lokale Zulassungen nicht in der Lage sein, ihre vertraglichen Rechte und Pflichten gegenüber Versicherungsnehmern aus dem Ausland wahrzunehmen (Bank of England, 2018).

Darüber hinaus könnte die **Verfügbarkeit von Finanzdienstleistungen** durch den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU **eingeschränkt** werden. Um trotz des Wegfalls der Passporting-Rechte ihre Leistungen in der EU anbieten zu können, haben **Banken**, die im Vereinigten Königreich ansässig sind, damit begonnen, sich umzuorganisieren und die erforderlichen regulatorischen Genehmigungen für Töchter in der EU zu erwirken. Dabei variiert der Anpassungsbedarf über die einzelnen Geschäftsarten hinweg. Die Auswirkungen für Tätigkeiten, die durch eine Drittstaatenäquivalenzregelung abgedeckt werden, hängen von den Ergebnissen der Verhandlungen darüber ab. Für Tätigkeiten, die keiner Regulierung unterliegen (zum Beispiel der Devisenhandel) oder die prinzipiell von außereuropäischen Banken erbracht werden können (zum Beispiel Kredite an große Unternehmen), dürften die Auswirkungen begrenzt sein (EZB, 2017b).

Durch den Austritt des Vereinigten Königreichs könnten **Asset Manager** gezwungen sein, ihr Geschäftsmodell zum Teil stark zu verändern. So könnte die Praxis, das Management von Portfolios in das Vereinigte Königreich zu delegieren, eingeschränkt werden, sofern sich die zuständigen nationalen Behörden der EU nicht mit der britischen Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority auf eine Kooperation verständigen (Bank of England, 2018). Darüber hinaus sind Einschränkungen für den grenzüberschreitenden Vertrieb von Fonds zu erwarten (Europäische Kommission, 2018c).

Weiterhin könnte das Erbringen von Finanzdienstleistungen durch Hürden für den grenzüberschreitenden **Austausch personenbezogener Daten** erschwert werden (Bank of England, 2018). Dies könn-

te durch die gegenseitige Anerkennung der Datenschutzregeln vermieden werden. Weiterhin können Unternehmen dieses Risiko begrenzen, indem sie Klauseln in Verträge aufnehmen, die ihnen den Datentransfer gestatten.

Aufgrund des Verhandlungsstands ist die Einschätzung, ob durch den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU **Risiken für die Finanzstabilität** entstehen könnten, mit hoher Unsicherheit behaftet. Die EZB und die Bank of England haben eine Arbeitsgruppe gebildet, die mit Risiken umgehen soll, die sich in der Zeit um den Austrittstermin herum ergeben könnten. Die EZB (2017b) erwartet keine signifikanten Auswirkungen für die Finanzstabilität. Weiterhin geht sie nicht davon aus, dass sich die Verfügbarkeit von Finanzdienstleistungen durch den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU verschlechtert, wenngleich deren Kosten steigen könnten.

Der Austritt des Vereinigten Königreichs könnte, in Abhängigkeit der Ausgestaltung der zukünftigen Beziehungen, Auswirkungen auf das Finanzsystem haben, die über den Übergangszeitraum hinausreichen. Die **Liquidität der Finanzmärkte** könnte **fragmentiert** werden, sodass die Kosten der Kapitalmarktfinanzierung steigen könnten. Im Bereich der Derivate könnte eine erzwungene Verlagerung zu CCP in der EU die Liquidität der Märkte verringern und die Transaktionskosten erhöhen.

In Anbetracht der bestehenden Unsicherheiten wäre es wichtig, wenn sich das Vereinigte Königreich und die EU auf **zeitlich befristete Ausnahmeregelungen** verständigen würden, die Finanzmarktakteuren unabhängig vom Zustandekommen eines Austrittsabkommens über den Austrittstermin hinaus Zugang zu den jeweiligen Märkten gewähren. Diese würden den beteiligten Akteuren mehr Zeit für die erforderlichen Anpassungen geben und dürften die vom Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU auf die Finanzmärkte ausgelösten Auswirkungen begrenzen. Während das Vereinigte Königreich in Aussicht gestellt hat, in Teilbereichen Ausnahmen zu gewähren, sodass europäische Finanzmarktakteure im Vereinigten Königreich weiterhin tätig sein können, hat die Europäische Kommission bislang keine vergleichbaren Absichten geäußert.

ANHANG

▸ KASTEN 15

Unterschiedliche Kalibrierungen bonitätsabhängiger Konzentrationszuschläge

Da Risiken vor allem aus der starken Konzentration auf Forderungen gegenüber einzelnen Staaten resultieren, schlägt Véron (2017) die Einführung von **Konzentrationszuschlägen** vor. Diese sollen Anreize für eine stärkere Diversifikation schaffen. Im Mittelpunkt des Vorschlags steht das bankspezifische Verhältnis von Forderungen gegenüber einem einzelnen Staat und dem Kernkapital (Tier 1) einer Bank. Sofern diese Relation 33 % überschreitet, werden die darüber hinausgehenden Forderungen gegenüber dem jeweiligen Staat mit einem Risikogewicht versehen und zu den risikogewichteten Aktiva hinzugezählt („Konzentrationszuschlag“). Der Gewichtungsfaktor steigt stufenweise an und wird umso höher, je ausgeprägter das Verhältnis von Forderungen gegenüber einem einzelnen Staat zum Kernkapital der Bank ist. So wird für Forderungen zwischen 33 % und 50 % des Kernkapitals ein Risikogewicht von 15 % verlangt, für die darüber hinausgehenden Forderungen bis 100 % ein Risikogewicht von 30 % und so fort. Entscheidend ist, dass die Konzentrationszuschläge nur auf die Konzentration und nicht auf die Bonität der einzelnen Staaten abstellen.

▸ TABELLE 19

Konzentrationszuschläge nach Véron (2017)

	Forderungen gegenüber einem einzelnen Staat relativ zu Tier-1-Kapital						
	< 33 %	33–50 %	50–100 %	100–200 %	200–300 %	300–500 %	> 500 %
Konzentrationszuschlag	0 %	15 %	30 %	50 %	100 %	200 %	500 %

Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 18-320

Zusätzlich werden hier verschiedene Varianten betrachtet, welche die Bonität der staatlichen Schuldner in die Berechnung der Konzentrationszuschläge einfließen lassen. **Variante 1** sieht keine Risikogewichte für staatliche Forderungen gegenüber einem Mitgliedstaat unterhalb von 33 % des Kernkapitals vor. Anschließend wird die Hälfte der Basler Risikogewichte gemäß Kreditrisikostandardansatz addiert (10 %, 25 % und 50 % für die relevanten Ratingklassen).

▸ TABELLE 20

Bonitätsabhängige Konzentrationszuschläge (Variante 1)

	Forderungen gegenüber einem einzelnen Staat relativ zu Tier-1-Kapital						
	< 33 %	33–50 %	50–100 %	100–200 %	200–300 %	300–500 %	> 500 %
AAA–AA-	0 %	15 %	30 %	50 %	100 %	200 %	500 %
A+–A-	0 %	25 %	40 %	60 %	110 %	210 %	510 %
BBB+–BBB-	0 %	40 %	55 %	75 %	125 %	225 %	525 %
BB+–B-	0 %	65 %	80 %	100 %	150 %	250 %	550 %

Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 18-321

Variante 2 unterscheidet sich von Variante 1 nur insofern, als die vollen Basler Risikogewichte gemäß Kreditrisikostandardansatz verwendet werden (also 20 %, 50 % und 100 %).

↳ TABELLE 21

Bonitätsabhängige Konzentrationszuschläge (Variante 2)

	Forderungen gegenüber einem einzelnen Staat relativ zu Tier-1-Kapital						
	< 33 %	33-50 %	50-100 %	100-200 %	200-300 %	300-500 %	> 500 %
AAA-AA-	0 %	15 %	30 %	50 %	100 %	200 %	500 %
A+-A-	0 %	35 %	50 %	70 %	120 %	220 %	520 %
BBB+-BBB-	0 %	65 %	80 %	100 %	150 %	250 %	550 %
BB+-B-	0 %	115 %	130 %	150 %	200 %	300 %	600 %

Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 18-322

Variante 3 entspricht Variante 2, allerdings werden die Risikogewichte ebenfalls für Forderungen unterhalb von 33 % des Kernkapitals angewendet.

↳ TABELLE 22

Bonitätsabhängige Konzentrationszuschläge (Variante 3)

	Forderungen gegenüber einem einzelnen Staat relativ zu Tier-1-Kapital						
	< 33 %	33-50 %	50-100 %	100-200 %	200-300 %	300-500 %	> 500 %
AAA-AA-	0 %	15 %	30 %	50 %	100 %	200 %	500 %
A+-A-	20 %	35 %	50 %	70 %	120 %	220 %	520 %
BBB+-BBB-	50 %	65 %	80 %	100 %	150 %	250 %	550 %
BB+-B-	100 %	115 %	130 %	150 %	200 %	300 %	600 %

Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 18-323

Variante 4 ähnelt Variante 3, allerdings wird hier nur die Hälfte der Konzentrationszuschläge gemäß Véron (2017) angewendet.

↳ TABELLE 23

Bonitätsabhängige Konzentrationszuschläge (Variante 4)

	Forderungen gegenüber einem einzelnen Staat relativ zu Tier-1-Kapital						
	< 33 %	33-50 %	50-100 %	100-200 %	200-300 %	300-500 %	> 500 %
AAA-AA-	0 %	7,5 %	15 %	25 %	50 %	100 %	250 %
A+-A-	20 %	27,5 %	35 %	45 %	70 %	120 %	270 %
BBB+-BBB-	50 %	57,5 %	65 %	75 %	100 %	150 %	300 %
BB+-B-	100 %	107,5 %	115 %	125 %	150 %	200 %	350 %

Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 18-324

LITERATUR

- Acharya, V.V. und S. Steffen (2015), The “greatest” carry trade ever? Understanding eurozone bank risks, *Journal of Financial Economics* 115 (2), 215–236.
- Altavilla, C., M. Pagano und S. Simonelli (2017), Bank exposures and sovereign stress transmission, *Review of Finance* 21 (6), 2103–2139.
- Andersson, L. (2008), Fiscal flows and financial markets: to what extent do they provide risk sharing in Sweden?, *Regional Studies* 42 (7), 1003–1011.
- Asdrubali, P. und S. Kim (2004), Dynamic risksharing in the United States and Europe, *Journal of Monetary Economics* 51 (4), 809–836.
- Asdrubali, P., B.E. Sørensen und O. Yosha (1996), Channels of interstate risk sharing: United States 1963–1990, *The Quarterly Journal of Economics* 111 (4), 1081–1110.
- Balli, F., S.A. Basher und R. Jean Louis (2012a), Channels of risk-sharing among Canadian provinces: 1961–2006, *Empirical Economics* 43 (2), 763–787.
- Balli, F., S. Kalemli-Özcan und B.E. Sørensen (2012b), Risk sharing through capital gains, *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie* 45 (2), 472–492.
- BCBS (2017), The regulatory treatment of sovereign exposures, Discussion Paper 425, Basler Ausschuss für Bankenaufsicht.
- Becker, T., O. Jeanne, P. Mauro, J. Ostry und R. Rancière (2007), Country insurance: the role of domestic policies, IMF Occasional Paper 254, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Bekaert, G., C.R. Harvey und C. Lundblad (2005), Does financial liberalization spur growth?, *Journal of Financial Economics* 77 (1), 3–55.
- Bekaert, G., C.R. Harvey und C. Lundblad (2001), Emerging equity markets and economic development, *Journal of Development Economics* 66 (2), 465–504.
- Blanchard, O., S. Merler und J. Zettelmeyer (2018), How worried should we be about an Italian debt crisis?, <http://bruegel.org/2018/05/how-worried-should-we-be-about-an-italian-debt-crisis/>, abgerufen am 18.9.2018.
- BMF (2018), Deutsch-französischer Fahrplan für das Euro-Währungsgebiet, Bundesministerium der Finanzen, Berlin, 19. Juni.
- Bank of England (2018), Financial stability report, June 2018, Issue No. 43, Bank of England, London.
- Bordo, M.D. (1990), The lender of last resort: alternative views and historical experience, *Economic Review* 76 (1), 18–29.
- Borensztein, E., J. De Gregorio und J.-W. Lee (1998), How does foreign direct investment affect economic growth?, *Journal of International Economics* 45 (1), 115–135.
- Brei, M. und A. Schclarek (2013), Public bank lending in times of crisis, *Journal of Financial Stability* 9 (4), 820–830.
- Bremus, F. und J. Huber (2016), Corporate taxation, leverage, and macroeconomic stability, DIW Roundup 93, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.
- Bremus, F. und K. Neugebauer (2018), Reduced cross-border lending and financing costs of SMEs, *Journal of International Money and Finance* 80, 35–58.
- Brunnermeier, M.K., S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. Van Nieuwerburgh und D. Vayanos (2017), ESBies: safety in the tranches, *Economic Policy* 32 (90), 175–219.
- Brunsdén, J. (2018), EU plan for capital markets union faces delay, warns Brussels, *Financial Times*, Brüssel, 17. August.
- Carmassi, J., S. Dobkowitz, J. Evrard, L. Parisi, A. Silva und M. Wedow (2018), Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: who is afraid of cross-subsidisation?, ECB Occasional Paper 208, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Cimadomo, J., O. Furtuna und M. Giuliadori (2018), Private and public risk sharing in the euro area, ECB Working Paper 2148, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

[Coeurdacier, N. und H. Rey \(2013\)](#), Home bias in open economy financial macroeconomics, *Journal of Economic Literature* 51 (1), 63–115.

[Cole, S., G.K. Shastri und A. Paulson \(2014\)](#), Smart money? The effect of education on financial outcomes, *Review of Financial Studies* 27 (7), 2022–2051.

[Coleman, N. und L. Feler \(2015\)](#), Bank ownership, lending, and local economic performance during the 2008–2009 financial crisis, *Journal of Monetary Economics* 71, 50–66.

[Deslandes, J.J.P. und M. Magnus \(2018\)](#), Banking Union: Towards new arrangements to finance banks under resolution?, Briefing PE 624.402, Europäisches Parlament, Economic Governance Support Unit, Brüssel.

[Deutsche Bundesbank \(2018\)](#), Monatsbericht April 2018, Frankfurt am Main.

[Deutsche Bundesbank \(2017\)](#), Finanzstabilitätsbericht 2017, Frankfurt am Main.

[Deutsche Bundesbank \(2014\)](#), Monatsbericht Juni 2014, Frankfurt am Main.

[ESMA \(2018\)](#), Joint committee report on risks and vulnerabilities in the EU financial system, JC 2018 07, April 2018, Joint Committee of the European Supervisory Authorities, Paris.

[ESRB \(2015\)](#), ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures, Europäischer Ausschuss für Systemrisiken, Frankfurt am Main.

[Europäische Kommission \(2018a\)](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen - Vollendung der Kapitalmarktunion bis 2019: Beschleunigung der Umsetzung, COM(2018) 114 final, Brüssel, 8. März.

[Europäische Kommission \(2018b\)](#), Preparing for the withdrawal of the United Kingdom from the European Union on 30 March 2019, Communication of the European Commission COM(2018) 556 final/2, Brüssel, 27. August.

[Europäische Kommission \(2018c\)](#), Notice to stakeholders - Withdrawal of the United Kingdom and EU rules in the field of asset management, Februar 2018, Generaldirektion Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion, Brüssel.

[Europäische Kommission \(2017a\)](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Europäischen Rat, den Rat und die Europäische Zentralbank: Weitere Schritte zur Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion Europas: Ein Fahrplan, COM(2017) 821 final, Brüssel, 6. Dezember.

[Europäische Kommission \(2017b\)](#), Mitteilung an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen zur Vollendung der Bankenunion, COM(2017) 592 final, Brüssel, 11. Oktober.

[Europäische Kommission \(2017c\)](#), Bericht der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament - Beschleunigung der Kapitalmarktunion: Beseitigung nationaler Hindernisse für Kapitalströme, COM(2017) 147 final, Brüssel, 24. März.

[Europäische Kommission \(2017d\)](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion, COM(2017) 292 final, Brüssel, 8. Juni.

[Europäische Kommission \(2017e\)](#), Europaweites privates Altersvorsorgeprodukt (PEPP) – Häufig gestellte Fragen, Factsheet MEMO/17/1798, Brüssel, 29. Juli.

[Europäische Kommission \(2015a\)](#), Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 806/2014 im Hinblick auf die Schaffung eines europäischen Einlagenversicherungssystems, COM(2015) 586 final, Straßburg, 24. November.

[Europäische Kommission \(2015b\)](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen - Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 468 final, Brüssel, 30. September.

[Europäische Kommission \(2015c\)](#), Grünbuch – Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 63 final, Brüssel, 18. Februar.

[Europäische Kommission \(2013\)](#), Tax reforms in EU Member states – Tax policy challenges for economic growth and fiscal sustainability, *European Economy* 5/2013, Brüssel.

[Europäische Kommission \(2012\)](#), Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat – Fahrplan für eine Bankenunion, COM(2012) 510 final, Brüssel, 12. September.

[Europäisches Parlament](#) und Rat der Europäischen Union (2014), Richtlinie 2014/49/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Einlagensicherungssysteme, Brüssel, 16. April.

[EZB](#) (2018a), Financial integration in Europe: May 2018, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

[EZB](#) (2018b), Introductory statement to the press conference (with Q & A), Rede, Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank mit Mario Draghi und Luis de Guindos, Frankfurt am Main, 13. September.

[EZB](#) (2017a), Financial integration in Europe: May 2017, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

[EZB](#) (2017b), Financial stability review - May 2017, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

[EZB](#) (2016a), Financial integration in Europe: April 2016, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

[EZB](#) (2016b), The household finance and consumption survey results from the second wave, No 18, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

[Feld](#), L.P., J.H. Heckemeyer und M. Overesch (2013), Capital structure choice and company taxation: a meta-study, *Journal of Banking & Finance* 37 (8), 2850–2866.

[Fischer](#), M., C. Hainz, J. Rocholl und S. Steffen (2014), Government guarantees and bank risk taking incentives, CESifo Working Paper No. 4706, München.

[Gambacorta](#), L., J. Yang und K. Tsatsaronis (2014), Financial structure and growth, *BIS Quarterly Review*, March 2014, 21–35.

[Giannetti](#), M. und S. Ongena (2009), Financial integration and firm performance: evidence from foreign bank entry in emerging markets, *Review of Finance* 13 (2), 181–223.

[Giovannini](#), A., P. Hartmann, A. Popov und J. Imbs (2018), Financial integration, capital market development and risk sharing in the euro area, ECB Discussion Paper, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, im Erscheinen.

[Glasserman](#), P. und H.P. Young (2016), Contagion in financial networks, *Journal of Economic Literature* 54 (3), 779–831.

[Goldberg](#), L.S. (2007), Financial sector FDI and host countries: new and old lessons, *Economic Policy Review* 13 (1), 1–17.

[Gropp](#), R., H. Hakenes und I. Schnabel (2011), Competition, risk-shifting, and public bail-out policies, *Review of Financial Studies* 24 (6), 2084–2120.

[Gros](#), D. (2018), Italian risk spreads: fiscal versus redenomination risk, <https://voxeu.org/article/italian-risk-spreads-fiscal-versus-redenomination-risk>, abgerufen am 29.8.2018.

[Gros](#), D. (2013), Principles of a two-tier European deposit (re-) insurance system, CEPS Policy Brief No. 287, Centre for European Policy Studies, Brüssel.

[Harms](#), P., M. Hoffmann und C. Ortseifer (2015), The home bias in equities and distribution costs, *The Scandinavian Journal of Economics* 117 (3), 983–1018.

[Hellwig](#), M.F. (2018a), Germany and the financial crises 2007 – 2017, Konferenzpapier, Annual Macroeconomic Conference, Sveriges Riksbank, Stockholm, 15.-16. Juni.

[Hellwig](#), M.F. (2018b), Valuation reports in the context of banking resolution: What are the challenges?, In-depth Analysis PE 624.417, Europäisches Parlament, Economic Governance Support Unit, Brüssel.

[Henry](#), P.B. (2007), Capital account liberalization: theory, evidence, and speculation, *Journal of Economic Literature* 45 (4), 887–935.

[Henry](#), P.B. (2000), Do stock market liberalizations cause investment booms?, *Journal of Financial Economics* 58 (1–2), 301–334.

[Hepp](#), R. und J. von Hagen (2013), Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006, *Oxford Economic Papers* 65 (1), 1–24.

[Hoffmann](#), M., E. Maslov, B.E. Sørensen und I. Stewen (2018), Are banking and capital markets union complements? Evidence from channels of risk sharing in the eurozone, CEPR Discussion Paper DP13254, Centre for Economic Policy Research, London.

[IWF](#) (2018), Global financial stability report October 2018, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

[Kalemli-Özcan](#), S., E. Luttini und B.E. Sørensen (2014), Debt crises and risk-sharing: the role of markets versus sovereigns, *The Scandinavian Journal of Economics* 116 (1), 253–276.

- [Kalemli-Özcan, S., B.E. Sørensen und O. Yosha \(2005\)](#), Asymmetric shocks and risk-sharing in a monetary union: updated evidence and policy implications for Europe, in: Huizinga, H. und L. Jonung (Hrsg.), *The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge, MA, 173–206.
- [Klapper, L., A. Lusardi und P. van Oudheusden \(2015\)](#), Financial literacy around the world: Insights from the Standard & Poor's Ratings Services global financial literacy survey, McGraw-Hill Financial.
- [Körner, T. und I. Schnabel \(2013\)](#), Abolishing public guarantees in the absence of market discipline, *Ruhr Economic Papers* 437, RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen.
- [Kose, M.A., E. Prasad, K. Rogoff und S.-J. Wei \(2009\)](#), Financial globalization: a reappraisal, *IMF Staff Papers* 56 (1), Internationaler Währungsfonds, Washington, DC, 8–62.
- [Lannoo, K. \(2016\)](#), EU financial market access after Brexit, *Intereconomics* 51 (5), 255–260.
- [Matthes, D. und J. Rocholl \(2017\)](#), Breaking the doom loop: the euro zone basket, ESMT White Paper No. WP–17–01, European School of Management and Technology, Berlin.
- [Mesnard, B., A. Margerit und M. Magnus \(2017\)](#), The resolution of Banco Popular, Briefing PE 602.093, Europäisches Parlament, Economic Governance Support Unit, Brüssel, 28. August.
- [Micco, A. und U. Panizza \(2006\)](#), Bank ownership and lending behavior, *Economics Letters* 93 (2), 248–254.
- [Milano, V. \(2017\)](#), Risk sharing in the euro zone: the role of European institutions, CeLEG Working Paper No. 01/17, Center for Labor and Economic Growth, Rom.
- [Monopolkommission \(2004\)](#), Wettbewerbspolitik im Schatten „Nationaler Champions“, 15. Hauptgutachten (2002/2003), Nomos, Bonn.
- [Müller, J. \(2006\)](#), Interbank credit lines as a channel of contagion, *Journal of Financial Services Research* 29 (1), 37–60.
- [Neubacher, B. \(2018\)](#), Berlin bekennt sich zu Industriepolitik, *Börsen-Zeitung*, Frankfurt am Main, 31. August.
- [Rat der Europäischen Union \(2018\)](#), Tagung des Euro-Gipfels (29. Juni 2018): Erklärung, EURO 502/18, Brüssel, 29. Juni.
- [Rat der Europäischen Union \(2016\)](#), Schlussfolgerungen des Rates zu einem Fahrplan zur Vollendung der Bankenunion, Pressemitteilung 353/16, Brüssel, 17. Juni.
- [Reuters \(2018\)](#), Scholz - Mangelnde Größe der Banken ist ein Problem, <https://de.reuters.com/article/deutschland-finanzministerium-idDEKCN1LF0R9>, abgerufen am 24.10.2018.
- [van Rooij, M., A. Lusardi und R. Allesie \(2011\)](#), Financial literacy and stock market participation, *Journal of Financial Economics* 101 (2), 449–472.
- [Sapir, A., N. Véron und G.B. Wolff \(2018\)](#), Making a reality of Europe's Capital Markets Union, Policy Contribution No. 07, Bruegel, Brüssel.
- [Schnabel, I. und H. Hakenes \(2006\)](#), Braucht Deutschland eine „starke private deutsche Bank“? Über die Notwendigkeit nationaler Champions im Bankwesen, *Kredit und Kapital* 39 (2), 163–181.
- [Schnabel, I. und C. Seckinger \(2018\)](#), Foreign banks, financial crises and economic growth in Europe, Discussion Paper, Universität Bonn.
- [Schnabel, I. und N. Véron \(2018\)](#), Breaking the stalemate on European deposit insurance, <https://voxeu.org/article/breaking-stalemate-european-deposit-insurance>, abgerufen am 7.4.2018.
- [Schneider, Y.M. und S. Steffen \(2017\)](#), Feasibility check: transition to a new regime for bank sovereign exposure?, Study provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee, PE 602.112, Europäisches Parlament, Brüssel.
- [Shambaugh, J.C. \(2012\)](#), The euro's three crises, *Brookings Papers on Economic Activity* 43 (1), 157–231.
- [Sørensen, B.E. und O. Yosha \(1998\)](#), International risk sharing and European monetary unification, *Journal of International Economics* 45 (2), 211–238.
- [SVR \(2015\)](#), Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt, Jahresgutachten 2015/16, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden, 26–30.

- [Tabellini, G. \(2018\)](https://voxeu.org/article/risk-sharing-and-market-discipline-finding-right-mix), Risk sharing and market discipline: finding the right mix, <https://voxeu.org/article/risk-sharing-and-market-discipline-finding-right-mix>, abgerufen am 19.9.2018.
- [Thomadakis, A. \(2017\)](#), How close are we to a Capital Markets Union?, ECMI Commentary No. 44, European Capital Markets Institute, Brüssel.
- [Valiante, D. \(2016\)](https://voxeu.org/article/capital-market-union-europe), Europe's untapped capital market, <https://voxeu.org/article/capital-market-union-europe>, abgerufen am 4.10.2018.
- [Véron, N. \(2017\)](#), Sovereign concentration charges: a new regime for banks' sovereign exposures, Study provided at the request of the Economic and Monetary Affairs Committee, PE 602.111, Europäisches Parlament, Brüssel.
- [Véron, N. und G.B. Wolff \(2015\)](#), Capital Markets Union: a vision for the long term, Policy Contribution 2015/05, Bruegel, Brüssel.
- [Visco, I. \(2016\)](#), Banks' sovereign exposures and the feedback loop between banks and their sovereigns, Rede, Euro50 Group - The Future of European Government Bonds Markets, Rom, 2. Mai.