



Bundesministerium
der Finanzen

Stellungnahme zur aktuellen Entwicklung der Europäischen Bankenunion

Plädoyer für ein glaubwürdiges Bail-in

Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats
beim Bundesministerium der Finanzen

01/2014



Stellungnahme zur aktuellen Entwicklung der Europäischen Bankenunion

Plädoyer für ein glaubwürdiges Bail-in

Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats
beim Bundesministerium der Finanzen

Januar 2014

Gliederung

	Zusammenfassung	3
I.	Einleitung	4
II.	Bankinsolvenzen und systemische Risiken	6
III.	Wäre mehr Eigenkapital hinreichend?	8
IV.	Konsequenzen für Regulierung und Beaufsichtigung von Banken mit Blick auf Bail-in-Kapital	14
V.	Fazit	21
VI.	Literatur	22

Zusammenfassung

Ein zentrales Anliegen der aktuellen Reformen der Bankenregulierung in der Europäischen Union liegt darin, die quasi-automatische Staatsgarantie für Bankverbindlichkeiten jeder Art, wie sie in der Bankenkrise seit 2007 sichtbar wurde, zu beenden. Angestrebt wird eine Erhöhung privater Haftung. Dies wird zum einen durch eine Verschärfung der (Eigen-) Kapitalanforderungen erreicht (Erhöhung und Härtung des Mindesteigenkapitals nach Basel III). Zum anderen soll das Haftungsprinzip auch bei Fremdkapital gelten. Eine Wiederherstellung der privaten Gläubigerhaftung und damit das Ende der umfassenden *Bail-outs*, also *der staatlichen Rettung*, ist für eine Schaffung stabiler Finanzmärkte von zentraler Bedeutung. Deshalb spielt die Stärkung privater Gläubigerhaftung (*Bail-in*) auch bei der Gestaltung der Europäischen Bankenunion eine zentrale Rolle. Die Haftung privater Kapitalgeber ist ein wesentliches Element sowohl der Europäischen Restrukturierungsrichtlinie als auch des Vorschlags für eine Europäische Restrukturierungsagentur (Barnier-Vorschlag). Die vor-

liegende Stellungnahme konzentriert sich auf die Frage des aus der Sicht des Beirats schwerwiegenden und ungelösten Problems der Glaubwürdigkeit von *Bail-in*-Maßnahmen. Mangelnde Glaubwürdigkeit des *Bail-in* kennzeichnete nicht nur die Krisenjahre 2007-2013, das Problem hat sich weiter verschärft.

Der Beirat unterbreitet einen Vorschlag, wie Glaubwürdigkeit wieder hergestellt werden kann. Dieser Vorschlag hat die folgenden vier Elemente:

- die Schaffung nachrangigen Fremdkapitals bei allen Banken,
- eine standardisierte Ausstattung dieses Nachrangkapitals,
- eine Haltere regulierung, die sicherstellt, dass die Wertpapiere des Nachrangkapitals oder deren Ausfallrisiken dauerhaft außerhalb des Bankensektors gehalten werden;
- eine laufende Überwachung der Halte restriktionen mit klarer Kompetenzzuweisung an eine europäische Aufsicht.

I. Einleitung

Derzeit treibt die europäische Politik die Errichtung einer Bankenunion in der Europäischen Union voran, die vier Elemente umfasst: eine gemeinsame Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism, SSM), ein einheitliches Vorgehen zur vor-insolvenzlichen Restrukturierung von Banken mit finanziellen Problemen (Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD), eine gemeinsame Sanierungs- und Abwicklungsbehörde (Single Resolution Mechanism, SRM) einschließlich deren Finanzierung, sowie eine gemeinsame Einlagensicherung (Deposit Guarantee Scheme, DGS). Während über die Struktur der gemeinsamen Aufsicht (SSM) bereits 2012 weitgehende Einigkeit erzielt worden war, hat sich im Verlauf des Jahres 2013 auf der Ebene des ECOFIN-Rats auch Einigung bezüglich der Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie (BRRD) und – im Dezember 2013 – auch hinsichtlich der Sanierungs- und Abwicklungsbehörde (SRM) herstellen lassen.

Bislang wurde beschlossen, dass die Bankenaufsicht von der EZB ausgeübt werden soll. Außerdem liegen Beschlüsse für eine Sanierungs- und Abwicklungsrichtlinie und deren institutionelle Umsetzung vor, die Anfang 2014 im Rahmen des Trilogs auch vom Europäischen Parlament bestätigt werden muss.¹ Hinsichtlich der längere Zeit umstrittenen Frage des Entscheidungs-

prozesses bei Banksanierungen und -abwicklungen hat der Europäische Rat am 18.12.2013 sich auf einen *single resolution board* geeinigt. Die Ausführung der Beschlüsse des Board wird an die nationalen Aufsichtsbehörden delegiert. Diese Regelungen sollen zum 1.1.2015 in Kraft treten; die Regelungen zum Bail-in sollen ab 1.1.2016 Gültigkeit haben.²

Zu diesen vier Bausteinen der Bankenunion kommen zwei weitere Vorhaben hinzu: ein in der Kapitaladäquanzrichtlinie (seitens der Europäischen Kommission als Capital Requirement Directive CRD IV bezeichnet) umgesetztes, erweitertes Baseler Regelbuch (Basel III), welches eine Mindestkapitalausstattung (hartes Kernkapital bezogen auf risikogewichtete Aktiva, Kontrahentenrisiko und antizyklische Kapitalpuffer), neue Liquiditätsmindeststandards und die Einhaltung einer risikoungegewichteten Verschuldungsgrenze, der sogenannten Leverage Ratio, verlangt. Hinzu kommen die beiden im Liikanen-Bericht vom Oktober 2012 enthaltenen Vorschläge zu einer Abspaltung des Handelsgeschäfts für große Institute, sowie zu der Emission nachrangigen Bankenfremdkapitals zum Zwecke eines Bail-in im Sinne einer glaubwürdigen privaten Haftung seitens der Bankgläubiger.

1. Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG und 82/891/EG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG und 2011/35/EG sowie der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010, COM(2012) 280.

2. Vgl. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/140190.pdf.

Mit der Errichtung der Bankenunion wird das Ziel verfolgt, die Währungsunion zu stabilisieren, Fehlanreize im Finanzsektor abzubauen und künftig zu verhindern, dass Verluste einzelner Banken auf die Steuerzahler abgewälzt werden. Um diese Ziele erreichen zu können, ist es von zentraler Bedeutung, über ein glaubwürdiges Verfahren zum Umgang mit Krisen einzelner oder mehrerer Banken zu verfügen und vor allem für hinreichend privates Kapital zu sorgen, welches in Banken Krisen haftet und sicherstellt, dass die Aufsicht in Krisenmomenten sich nicht unmittelbar aufgefordert sieht, eine vermutete systemische Ansteckung zwischen Instituten des Bankensektors mit Steuergeldern abzuwehren. Auf diesen letzten Punkt, der das gesamte soeben aufgelistete Regulierungspaket gedanklich durchzieht, konzentriert sich die vorliegende Stellungnahme.

II. Bankinsolvenzen und systemische Risiken

In den meisten Sektoren der Wirtschaft führen Insolvenzen privater Unternehmen dazu, dass ein Insolvenzverwalter die Kontrolle über das Unternehmen übernimmt und prüft, ob das Unternehmen weitergeführt werden kann. Dazu gehört es, mit den Gläubigern des Unternehmens zu verhandeln. Wenn sich daraus ergibt, dass das Unternehmen nicht weitergeführt werden kann, schließt das Unternehmen und seine Aktiva werden zu Gunsten der Gläubiger verwertet. Üblicherweise ist der Erlös aus der Verwertung der Aktiva kleiner als die Forderung der Gläubiger. Dann erleiden die Gläubiger Verluste. Dieses Haftungsprinzip, also die Haftung der Eigentümer und der Gläubiger eines Unternehmens (in dieser Reihenfolge), stellt eine grundlegende Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit einer Marktwirtschaft dar.

Insolvenzen haben negative Folgen für Eigentümer, Gläubiger, Beschäftigte, Lieferanten und Kunden eines Unternehmens. Diese negativen, vermögensvernichtenden Folgen für die verschiedenen *Stakeholder* der Unternehmen schaffen zugleich den Anreiz, sich dem Wettbewerb zu stellen und Insolvenzen zu vermeiden. Aus diesem Grunde können Vermögensverluste, die eine Insolvenz zur Folge hat, für das Wirtschaftssystem als Ganzes positive Konsequenzen haben, indem sie dessen Leistungsfähigkeit auf längere Sicht steigern und dessen Stabilität erhöhen. Zugleich bedeutet die Insolvenz eines Unternehmens die Verlagerung von Mitarbeitern und Kapital von einem Betrieb auf einen anderen, weil auch die Kundennachfrage nicht ein-

fach verschwindet, sondern auf andere Anbieter übergeht. Insolvenzen sind deshalb Merkmale funktionierender Märkte. Sie signalisieren nicht nur Scheitern und Untergang, sondern auch Wettbewerb, Strukturwandel und Erneuerung. Den direkten Kosten einer Insolvenz sind deshalb die indirekten Erträge einer erhöhten Stabilität und einer gestärkten wirtschaftlichen Erneuerung gegenüberzustellen. So ist die Möglichkeit des einzelwirtschaftlichen Scheiterns eine Voraussetzung für gesamtwirtschaftliches Gelingen.

Die insgesamt positiven Wirkungen der Insolvenzfähigkeit von Unternehmen lassen sich nicht ohne weiteres auf Unternehmen des Finanzsektors übertragen. Vor allem bei Banken können Insolvenzen einzelner Institute systemweite Risiken im Sinne eines Schaltersturms auf Banken auslösen, etwa wenn mangels ausreichender Transparenz eine ähnliche Problemlage für andere Institute befürchtet wird und viele Einleger dann ihre Einlagen gleichzeitig abheben wollen. Systemische Risiken gefährden also das Funktionieren der Volkswirtschaft insgesamt, weil diese ein funktionierendes Zahlungsverkehrs- und Kreditsystem benötigt.

Das Entstehen systemischer Risiken hat mehrere Gründe. Erstens hängt das Bankgeschäft aufgrund der Fristen- und Risikotransformation besonders stark vom Vertrauen der Anleger in die Stabilität der jeweiligen Bank ab. Zweitens sind Banken durch Forderungen und Verbindlichkeiten oft direkt oder indirekt miteinander verbunden. Drittens stellen Banken in ihrer

Gesamtheit für Unternehmen und Haushalte Leistungen bereit, wie die bereits angesprochene Abwicklung des Zahlungsverkehrs oder die Gewährung von Krediten, die für das Funktionieren der Realwirtschaft nicht einmal für kurze Momente unterbrochen sein dürfen. All dies hat zur Folge, dass Krisen einzelner Institute, ja sogar schon Gerüchte über finanzielle Probleme einer Bank, zu einem Kollaps des Vertrauens und zu einem Banken-Run führen können und damit zu einer Krise, die sich schnell auf andere Banken ausdehnen und in der Folge auch die Realwirtschaft beeinträchtigen kann.

Damit liegt der entscheidende Unterschied von Banken zu anderen Branchen in der Möglichkeit systemischer, also das gesamte Finanz- und Wirtschaftssystem betreffende Risiken durch Insolvenzen und der damit verbundenen realwirtschaftlichen Schäden. Eine viele Banken erfassende Krisenübertragung kann dann den Staat zu einer Rettungsaktion des Finanzsektors veranlassen – um eine unmittelbare, empfindliche Beeinträchtigung des Realsektors abzuwenden. Der Staat übernimmt damit unfreiwillig – über die übliche Einlagenversicherung hinaus – eine implizite Garantie für das gesamte Bankensystem. Sofern ein systemisches Risiko auftritt, übernimmt er daher indirekt auch eine Garantie für jedes einzelne Bankinstitut.

Aus diesem Systemrisiko ergeben sich falsche Verhaltensanreize, die sich in überhöhter Risikoübernahme seitens der Banken und einer überhöhten Garantieleistung seitens des Staates ausdrücken können –

„können“, weil die geschilderte Ineffizienz nur dann auftritt, wenn eine private Haftung durch die Gläubiger der Bank ausgeschaltet oder wesentlich reduziert ist, z. B. weil der zu Hilfe gerufene Staat nicht ausschließen kann, dass die Haftungsübernahme letztlich andere Banken existenziell bedroht und der Staat deshalb den Gesamtschaden aus Steuergeldern abdeckt (Bail-out). Letzteres ist gerade dann der Fall, wenn Banken selbst die Gläubiger anderer Banken sind. Dies tritt aber in einem hochgradig vernetzten Bankenmarkt typischerweise in einem hohen Maß auf, wodurch die Gläubigerrettung bei Bankenkrisen zum Normalfall werden kann.

Auf den folgenden Seiten werden Möglichkeiten der Verhinderung von allgemeinen Banken-Bail-outs zu Lasten der Steuerzahler dargestellt und zentrale Aspekte einer wirkungsvollen Umsetzung des Konzepts diskutiert. Diese Überlegungen lassen sich gut mit der aktuellen Regulierungsdebatte bezüglich einer Richtlinie des Europäischen Parlaments und der Kommission vereinbaren.³ In dieser Stellungnahme wird besonderer Wert auf einen in der aktuellen öffentlichen Debatte vernachlässigten Aspekt einer erwünschten Gläubigerhaftung (Bail-in) gelegt, nämlich deren Glaubwürdigkeit. Eng verbunden hiermit ist die Frage einer längerfristigen Erwartungsbildung seitens der Märkte, die bei der Herausbildung von systemwichtigen Instituten mit impliziter Staatsgarantie – den sogenannten *too-big-to-fail* (TBTF) Instituten – eine entscheidende Rolle spielt.⁴

3. Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG und 82/891/EG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG und 2011/35/EG sowie der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010, COM(2012) 280.

4. Letztlich ähnelt die Existenz von TBTF-Instituten der Logik einer selbsterfüllenden Vorhersage. Wenn die Märkte davon ausgehen, dass ein bestimmtes Institut *too big to fail* ist, dann werden sie die Rettung der Gläubigeransprüche durch den Steuerzahler vorhersehen und die implizite Staatsgarantie in die Kapitalkosten von Fremdkapitalinstrumenten einpreisen. Die hierdurch abgesenkten Fremdfinanzierungskosten verzerren das Risikomanagement der betroffenen Banken und laden zu erhöhter Risikoübernahme ein. Hierdurch steigen aber die Insolvenz- und Ansteckungsrisiken, wodurch das systemische Risiko und damit auch der Barwert einer impliziten Staatsgarantie steigen. Folglich führt die Vorhersage einer Bankenrettung zu einer erhöhten Wahrscheinlichkeit, dass eben diese Rettung erforderlich wird, sie ist selbstverstärkend.

III. Wäre mehr Eigenkapital hinreichend?

a) Mehr glaubwürdig haftendes Kapital ist erforderlich.

Um das Problem der Bankenrettung auf Kosten der Steuerzahler zu entschärfen, müssen Banken veranlasst werden, mehr Kapital vorzuhalten, das im Krisenfall glaubwürdig haftet und Verluste absorbieren kann. Diese Funktion kommt vorrangig dem Eigenkapital zu, daran anschließend ist aber auch eine Haftung des Fremdkapitals vorzusehen. Bei beiden Finanzierungsformen ist die Haftung nur, dann glaubwürdig, wenn ihre Inanspruchnahme die Finanzstabilität nicht bedroht. Wie das gesamte glaubwürdig haftende Kapital aus Eigen- und Fremdkapital zusammengesetzt sein sollte, wird in der wissenschaftlichen Literatur intensiv und kontrovers debattiert. Man kann argumentieren, dass die Vermehrung des glaubwürdig haftenden Kapitals allein durch mehr Eigenkapital erreicht werden kann. Es wird aber auch die Position vertreten, der Ausweitung von Eigenkapital seien Grenzen gesetzt und deshalb komme der Schaffung von glaubwürdig haftendem Fremdkapital eine tragende Rolle zu. Im nächsten Abschnitt fassen wir wichtige Argumente dieser nicht abgeschlossenen Debatte zusammen. In der wirtschaftspolitischen Debatte ist die Rolle des Eigenkapitals als haftendes Kapital bereits umfassend gewürdigt worden. Daher konzentriert sich diese Stellungnahme vorrangig auf die sinnvolle Ausgestaltung von Regeln für glaubwürdig haftendes Kapital in Form von Fremdkapital.

b) Zusammensetzung des glaubwürdig haftenden Kapitals: Eigen- versus Fremdkapital

Wie erläutert, ist in der wirtschaftspolitischen Debatte vor allem eine signifikant erhöhte Eigenkapitalunterlegung als Antwort auf das Problem der impliziten Staatsgarantie für Banken betont worden. In diese Richtung hat sich der Baseler Ausschuss bei der Neufassung der Kapitalregulierung geäußert. Die Anforderungen an Höhe und Qualität des Eigenkapitals der Banken sind im Rahmen der Kapitaladäquanzrichtlinie CRD IV deutlich gesteigert worden. Manche Autoren fordern eine hierüber hinausgehende, deutlich höhere Eigenkapitalunterlegung (Admati/Hellwig 2013) oder eine Beschränkung der für Banken erlaubten Geschäftsfelder (im Sinne eines Narrow Banking, vgl. etwa Pennacchi 2012).

Es ist sinnvoll, diese weitergehenden Forderungen zunächst aufzugreifen und zu begründen, warum die Vorschläge des Beirats sich nicht auf eine erhöhte Eigenkapitalquote, sondern auf eine Wiederbelebung privatwirtschaftlicher Gläubigerhaftung (in Form von *Bail-in-able Debt*) konzentrieren. Um es vorwegzuschicken, der Beirat hält eine Erhöhung des Mindesteigenkapitals, wie sie etwa Basel III verlangt, für gerechtfertigt und sehr sinnvoll. Er kann sich auch vorstellen, dass die regulierten Mindestanforderungen an Volumen und Qualität des Tier 1-Eigenkapitals noch weiter erhöht werden. Allerdings denkt der Beirat nicht, dass allein mit mehr Eigenkapital die dys-

funktionalen Anreize, die gegenwärtig die Refinanzierung von Banken kennzeichnen, in ausreichendem Umfang korrigiert werden können.

Insbesondere zielt eine Erhöhung des Eigenkapitals auf die Überlebensfähigkeit eines einzelnen Bankinstituts, versucht also die Ausfallwahrscheinlichkeit der Einzelbank zu begrenzen. Eine Stabilität des Bankensystems stellt Anforderungen, die über die Widerstandsfähigkeit einzelner Institute hinausgeht. Insbesondere die Gefahr einer Ansteckung von Banken untereinander gilt heute als das besondere systemische Risiko, dem ein Netzwerk von Banken ausgesetzt ist und gegen das eine Eigenkapitalerhöhung alleine nicht schützen kann.

Drei Faktoren sind im Besonderen verantwortlich für die Gleichzeitigkeit von Vermögensverlusten einzelner Banken in einem Bankensystem, und damit für das drohende systemische Risiko: ähnliche Vermögenspositionen (*Asset Correlation-Risiken*), Notverkäufe von Vermögengstiteln mit negativen Preiseffekten auf dem Markt (*Fire sale-Risiken*) und direkte Finanzbeziehungen zwischen Banken untereinander (*Interconnection-Risiken*). Bei den letztgenannten Risiken handelt es sich in erster Linie um Forderungen und Verbindlichkeiten, beide in der Form von Fremdkapitaltiteln). Das besondere Augenmerk auf Fremdkapital und dessen Fähigkeit zur Absorption von Verlusten begründet sich daher über das ordnungspolitisch Grundsätzliche hinaus aus dessen Schlüsselrolle in der Ausweitung systemischer Risiken.

Weiterhin darf hinsichtlich der Anreize zu erhöhter Risikoübernahme nicht übersehen werden, dass auch bei höheren Eigenkapitalquoten als jene, die in Basel III vor-

gesehenen sind, Fehlanreize erhalten bleiben, auch wenn sie gedämpft sind. Dadurch wird die Funktion des Finanzsektors beeinträchtigt, Kapital in effiziente realwirtschaftliche Verwendungen zu leiten. Schließlich ist bei sehr hohen Eigenkapitalquoten ebenfalls die Tragfähigkeit von Verlusten sicherzustellen – um im Krisenfall kein systemisches Risiko auszulösen⁵. Daher würden sich auch für erhöhte Eigenkapitalpositionen ähnliche Empfehlungen anbieten, wie der Berat sie weiter unten für das nachrangige Fremdkapital vorschlägt⁶.

Im Einzelnen ist zu bedenken:

a) Eine wesentliche Funktion von Banken als Intermediäre besteht in der Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation. Diese Leistungen ermöglichen eine Absicherung von Liquiditätsrisiken der privaten Haushalte, bspw. durch Depositen bei gleichzeitig längerfristiger Bereitstellung von Krediten für den Realsektor. Diamond/Dybvig (1983) zeigen, dass sich aus der implizierten Fristentransformation die Gefahr eines Schaltersturms (Banken-Run) ergibt. Während eine glaubwürdige, d.h. staatsgesicherte, Einlagenversicherung das Risiko eines Banken-Runs beseitigen kann, begründet sie andererseits auch das *Moral Hazard* einer überhöhten Risikoübernahme seitens der versicherten Institute. Die Kapitalstruktur einer Bank sollte nach Diamond/Dybvig stets zu großen Teilen aus Fremdkapital bestehen, weil andernfalls ihre Wertschöpfung im Sinne der Bereitstellung einer Liquiditätsversicherung abnimmt.

5. Selbst wenn Banken nur Eigenkapital emittieren dürften, wäre ein systemisches Risiko dann präsent, wenn Banken untereinander Beteiligungen halten können. In diesem Falle würde es zu Ansteckungen über den Beteiligungskanal zwischen Banken kommen können.

6. D.h., das Kapital ist zumindest teilweise außerhalb des Bankensektors durch Institutionen zu halten, die aufgrund der Struktur ihrer eigenen Verbindlichkeiten plötzliche Wertverluste ohne weitere (Banken-) Ansteckungseffekte absorbieren können.

b) In einer Weiterentwicklung des unter a) erwähnten Modells argumentieren Diamond/Rajan (2001) dass eine höhere Eigenkapitalfinanzierung zwar bestimmte Anreizprobleme bei den Intermediären reduzieren mag, andere Anreizprobleme aber verschärft werden können. Im Rahmen dieses Modells wird argumentiert, dass die finanzielle Fragilität von Banken nicht nur negative, sondern auch positive Wirkungen entfaltet: Sie ist ein Instrument der Selbstbindung seitens der Bank. Ausgangspunkt ist ihre Rolle bei der Kreditvergabe. Banken sind besser als einzelne Kapitalanleger im Stande, Kredite an Unternehmer zu vergeben und dafür zu sorgen, dass diese Unternehmer ihre Kredite auch zurückzahlen. Nun könnte eine Bank, die von Kapitalanlegern nur langfristige Einlagen entgegennimmt, damit drohen, ihre Fähigkeiten zum Eintreiben der Forderungen an den Unternehmer nicht zu nutzen und mit den Kapitalanlegern in Verhandlungen darüber eintreten, ihnen geringere Zinsen als ursprünglich vereinbart zu zahlen und so einen Gewinn zu erzielen.

Diese Strategie funktioniert nicht, wenn die Kapitalanleger ihr Geld kurzfristig angelegt haben und Abhebungen nach dem first come first served-Prinzip erfolgen. In dem Fall ist es für den einzelnen Anleger immer rational, bei einem Nachverhandlungsangebot der Bank an alle Anleger das eigene Konto leerzuräumen. Das Ergebnis ist ein Run auf die Bank, der das Vorhaben der Bank vereitelt. Dadurch sind die Anleger insgesamt vor dem Versuch der Bank geschützt, solche Verhandlungen aufzunehmen. Die Bank signalisiert durch die Depositen glaubwürdig, dass sie nicht versuchen wird, zum Nachteil der Anleger nachzuverhandeln. Bezogen auf

Eigenkapital beschreibt dieses Modell ein Holdup-Problem zwischen Bankmanagern und Eigenkapitalgebern der Bank. Aus anderen Modellen ist die Überlegung bekannt, dass bei Eigenkapitalfinanzierung Prinzipal-Agenten-Probleme entstehen, wenn Eigentum und Management bei unterschiedlichen Personen liegen. Hier wird gezeigt, dass finanzielle Fragilität in Form eines drohenden Runs das Anreizproblem vermindern kann. Eine Rolle für zusätzliches Eigenkapital ergibt sich in diesem Modell als Puffer gegen makroökonomische Schocks und allgemein gegen Vermögensrisiken, die sich unabhängig von Anreizkonflikten zwischen Investoren, Bankern und Unternehmern ergeben können. Diamond/Rajan (2000) zeigen, dass bei einer Berücksichtigung exogener Vermögensschocks der optimal zu wählende Eigenkapitalpuffer nicht zu groß werden darf, damit die positive Anreizwirkung der Fragilität noch wirksam werden kann. Hieraus ergibt sich eine Art Abschreckungsgleichgewicht, in dem die Fragilität der Bank im Sinne eines Run-Risikos von Seiten der Sparer gewissermaßen das Gegengewicht für Nachverhandlungsrisiko darstellt. Die optimale Kapitalstruktur tariert unterschiedliche Wirkungen der Kapitalstruktur gegeneinander aus: Die Schaffung von Liquidität durch die Herannahme kurzfristig kündbarer Einlagen, die erwarteten Konkurskosten und die Schwere der Anreizproblematik im Kreditgeschäft. Aus diesem Grund hält eine Bank bei Diamond/Rajan (2000) optimaler Weise gerade soviel langfristig gebundenes, unkündbares Eigenkapital, dass das Run-Risiko virulent bleibt – also typischerweise weniger als eine maximale Menge an Eigenkapital.

Übertragen auf die hier zu führende Diskussion über die Mindestkapitalausstattung von Banken weist die Argumentation auf die Gefahr möglicher Fehlschlüsse bei einer zu einseitigen Betrachtung der Bankkapitalstruktur hin: der Hang von Banken zu einer Erhöhung des Verschuldungsgrades kann auch dem Zusammenspiel von Anreizkonflikten auf Aktiv- und Passivseite ihrer Bilanz geschuldet sein. Insoweit das Diamond/Rajan-Modell einen auch empirisch bedeutsamen Trade-off einfängt, kann daher die übermäßige Verschärfung der Kapitalanforderungen auch eine Verminderung der Effizienz in der Kreditvergabe und -überwachung bewirken.

c) Weitere Überlegungen zu den Bestimmungsgründen für den Eigenkapitalanteil bei Banken⁷ finden sich bei Plantin (2005), deMarzo (2005), Calomiris/Herring (2012), Kashyap/Rayan/Stein (2008) und Gertler/Kiyotaki (2012).

• In den genannten Beiträgen wird die Rolle der Banken als Finanzintermediäre insbesondere in der Herstellung sicherer und dadurch liquider Vermögensanlagen gesehen. Diese Finanzinstrumente sind Spareinlagen, wie bei Diamond/Dybvig (1983), oder vorrangige, d.h. hochwertig eingestuften Tranchen einer strukturierten Finanzierung (sie erhalten das erstklassige AAA-Rating durch eine Ratingagentur) wie etwa bei sogenannten Asset Backed Securities (ABS)⁸. Als vorrangig zu bedienende Tranchen sind sie durch die ihnen gegenüber nachrangig zu bedienenden Tranchen vor ersten Verlusten weitestgehend geschützt. Die ersten Verluste werden von den Erstverlusttranchen (*first loss tranches*) übernommen, weitere Verluste gehen zu Lasten der so genannten Mezzanine Tranchen. *First loss* Tranchen sind daher mit Eigenkapital vergleichbar⁹.

7. Myers/Majluf (1984) zeigen, dass die Emission von Eigenkapital unter Bedingungen asymmetrischer Information Kosten adverser Selektion begründen. Sie begründen damit eine „Hackordnung“ bei der Refinanzierung riskanter, von asymmetrischer Information geprägter Projekte. Eigenkapital wird demnach lediglich dann emittiert, wenn die informationsinsensitiven Finanzierungskanäle (Umsatzerlöse oder Fremdfinanzierung) erschöpft sind. Die Pecking Order-Theorie sagt deshalb voraus, dass die Ankündigung einer Eigenkapitalemission mit negativen abnormalen Aktienrenditen begleitet sein wird. Asquith/Mullins (1983) u.a. haben diese Behauptung bestätigt. Mit diesem Argument lässt sich begründen, warum es für Banken teuer sein kann, Eigenkapital aufzunehmen. Das ist allerdings nicht ohne weiteres übertragbar auf eine Situation, in der die Eigenkapitalemission eine Reaktion auf eine veränderte Regulierung und damit für alle Banken gleichzeitig wirksam ist, denn in diesem Fall ist die Eigenkapitalerhöhung kein negatives Signal über das emittierende Institut.

8. Zu derartigen ABS-Produkten gehören z. B. Collateralized Debt Obligations (CDO), Collateralized Loan Obligations (CLO), Commercial Mortgage Backed Securities (MBS) und Residential Mortgage Backed Securities (RMBS).

9. Auch eine Bankbilanz lässt sich als strukturierte ABS-Konstruktion interpretieren, weil auch hier das Eigenkapital wie ein *first loss piece* (equity tranche) fungiert, nachrangiges und hybrides Kapital als mezzanine tranche wirkt, und Depositen der üblicherweise AAA-gerateten Senior Tranche entsprechen, vgl. Franke/Krahnen 2009.

- Fremdkapital wird weiterhin als eine Finanzierungsform angesehen, bei der Investoren sich unter normalen Umständen nicht um die Einzelheiten der Unternehmenspolitik und des Unternehmenserfolgs kümmern müssen, weil dies die ihnen gegenüber vorrangig haftenden Eigentümer im Eigeninteresse erledigen werden. In diesem Sinne weist Fremdkapital niedrige Informationskosten auf. Bei unterschiedlich ausgeprägten Informationsverarbeitungsfähigkeiten unter den Investoren erlaubt daher eine gemischte Kapitalstruktur einen Klienteleffekt in dem Sinne, dass vorrangig haftendes Kapital (d.h. Eigenkapital) von Investoren präferiert wird, deren (Grenz-)Kosten der Informationsverarbeitung eher gering sind, während Investoren mit hohen marginalen Informationsverarbeitungskosten (nach dem zuvor Gesagten also insbesondere private Haushalte als Einleger, ggfs. auch Unternehmen mit ihren Umsatzerlösen) auf nachrangig haftendes Kapital (Fremdkapital) ausweichen werden. Die Verteilung beider Investorentypen in der Volkswirtschaft bestimmt dann die optimale gesamtwirtschaftliche Kapitalstruktur.

- Als ergänzendes Argument ist auf den dynamischen Aspekt hinzuweisen, nach dem in einer Welt mit unterschiedlich informierten Anlegern im Gefolge eines ökonomischen Schocks gerade Eigenkapital als vorrangig haftendes Kapital besonders schwer zu erhalten ist. Neue Kapitalgeber sind eher bereit zu einer Kapitalüberlassung, wenn besser informierte Alt-Kapitalgeber die Rolle der vorrangig Haftenden übernehmen. In dynamischer Betrachtung kann dann Fremdkapital leichter aufgebaut werden als Eigenkapital.

Zusammenfassend gibt es in der Literatur zahlreiche Gründe für eine innere Lösung des Kapitalstrukturoptimums, wobei bei Finanzintermediären in der Ausbalancierung mehrerer Anreizrisiken vieles gegen eine Maximierung der Eigenkapitalquote spricht. Daraus folgt allerdings nicht, dass die derzeit oder in den letzten Jahren im Bankensektor vorherrschende Kapitalausstattung angemessen wäre.

Nicht nur für Eigenkapital, sondern auch für Fremdkapital von Banken muss der Grundsatz gelten, dass die Kapitalgeber haften und nicht erwarten können, mit Steuergeldern vor Verlusten bewahrt zu werden. Dass Ertragschancen und Verlustrisiken eng verbunden sind, gehört zu den Grundregeln der Marktwirtschaft. Wenn absehbar ist, dass diese Regeln in Krisensituationen nicht eingehalten werden, kommt es zu Fehlanreizen wie beispielsweise exzessiver Risikoübernahme. Derartige Fehlanreize können erheblichen volkswirtschaftlichen Schaden anrichten. Das hat die Finanzkrise der letzten Jahre drastisch verdeutlicht. Es ist daher dringend notwendig, im Finanzsektor sicherzustellen, dass Fremdkapital zu seinen tatsächlichen Ausfallrisiken bewertet wird und dass die implizite Staatsgarantie idealerweise ganz entfällt, zumindest aber auf ein Minimum zurückgeführt ist. Nur dann

können die vom Markt ausgehenden Preissignale tatsächliche Knappheiten und tatsächliche Risiken hinreichend widerspiegeln.

Vor diesem Hintergrund ist zu wünschen, dass eine Mithaftung für alle Formen des Fremdkapitals erreicht werden kann – denn dies ist die konsequente Folgerung aus der ordnungspolitischen Ausrichtung auf eine Kongruenz privatwirtschaftlicher Haftung und Kontrolle. Aus pragmatischer Sicht – und das heißt unter Berücksichtigung der in den letzten Jahren erlebten erheblichen Schwierigkeiten für eine tatsächliche Gläubigerbeteiligung an anfallenden Bankverlusten – wird in dieser Stellungnahme im Sinne einer Mindestforderung die Wiederherstellung der privatwirtschaftlichen Haftung für die unterste, d.h. ersthaftende Fremdkapitalschicht gefordert. Diese unterste, zuerst haftende Fremdkapitalschicht bezeichnet jenes Fremdkapital, das unmittelbar im Anschluss an das Eigenkapital haftet.

Der Beirat bezeichnet diese unterste Fremdkapitalschicht in Übereinstimmung mit der Literatur als *Bail-in*-Anleihen. Die Vorschläge beziehen sich mit Absicht nur auf diesen vergleichsweise kleinen Teil der Bankkapitalstruktur und nicht auf alle Fremdkapitalpositionen: Es gibt bereits Ausnahmeregeln für einige Passiva, insbesondere für Spareinlagen, die über eine Einlagenversicherung gesichert sind. In der EU sind dies 100.000 Euro pro Person und Institut. Für die übrigen Passiva sollen prinzipiell die Regeln der Abwicklungsrichtlinie (BRRD) zur Anwendung gelangen – und das bedeutet: Ein *Bail-in* soll möglich sein.

Die Halter von *Bail-in*-Fremdkapital könnten versuchen Maßnahmen zu treffen, die es ihnen erlauben, die *Bail-in*-Risiken an Dritte weiterzureichen. Dies würde die Transparenz der Haftungsbeziehungen verschleiern und im Krisenfall die Abschätzung über das Vorliegen systemischer Risiken erschweren. Solche Maßnahmen könnten Risiken gar auf Institutionen verlagern, die im Ernstfall nicht glaubwürdig haften können. Zu den betreffenden Maßnahmen zählen Besicherungen (wie etwa bei Pfandbriefen, Covered Bonds und Repo Transaktionen¹⁰) und Formen der Absicherung, deren Inanspruchnahme andere Banken gefährden würde, wie etwa Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS). Deshalb sind Vorkehrungen zu treffen, die solche Verhaltensweisen wirkungsvoll ausschließen.

Wie noch zu erläutern ist, kann nachrangiges Fremdkapital, das glaubwürdig haftet, in einer (zweitbesten) Situation, in der implizite Staatsgarantien nicht vollständig aus der Welt geschafft werden können, sogar eine eigenständige Überwachungsfunktion übernehmen. Die Halter nachrangigen Fremdkapitals werden im Normalfall daran interessiert sein, dass das Institut hohe Risiken eher vermeidet, weil sie im Verlustfall haften, an Gewinnen der Bank aber nicht partizipieren.

10. Covered bonds sind besicherte Anleihen. Repo steht für Repurchase Agreement; der Begriff bezeichnet den besicherten Interbankenmarkt, in dem in der Regel risikoarme Staatsanleihen zwischen Banken mit einer terminierten Rückkaufvereinbarung gehandelt werden.

IV. Konsequenzen für Regulierung und Beaufsichtigung von Banken mit Blick auf Bail-in Kapital

Um sicherzustellen, dass eine Haftung privater Kapitalgeber von Banken glaubwürdig ist und im Ernstfall auch umgesetzt werden kann, sind besondere Vorkehrungen bereits ex ante, d.h. bei der Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzsektors notwendig.

Wie wichtig der Aspekt der Glaubwürdigkeit ist, zeigen die Erfahrungen der Finanzkrise seit 2007. Ungeachtet aller Bekenntnisse zu „no bail-out“ hat man letztlich in allen wesentlichen Einzelfällen auf ein Bail-in verzichtet (Dübel 2013). Die herausragende Ausnahme, der Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers, hat aufgrund ihrer verheerenden Folgen in anderen Teilen der Weltwirtschaft gerade die Erwartung bestärkt, dass man bei künftigen Bankpleiten vor einem Bail-in zurückschrecken wird.¹¹

a) Neue Instrumente zur Sicherung privater Haftung ('Bail-in-able Kapital')

Die Haftung der privaten Kapitalgeber von Banken ist für ein aus gesamtwirtschaftlicher Sicht effizientes Funktionieren des Finanzsektors von zentraler Bedeutung. Dennoch kommt es bislang in der Praxis kaum zu dieser Haftung, vor allem nicht bei den Fremdkapitalgebern. Stattdessen wird immer wieder der Staat – und damit der Steuerzahler – in Anspruch genommen. Das ist insofern nicht überraschend als Banken und ihre Kapitalgeber erhebliche ökonomische Anreize haben, die Kapitalstruktur der Banken so zu gestalten, dass eine Haftung privater Gläubiger wegen damit verbundener Risiken für die Finanzstabilität möglichst unwahrscheinlich wird. Daraus folgt, dass eine gezielte Regulierung erforderlich ist, um eine hinreichende Haftung privater Gläubiger von Banken sicherzustellen.

11. Dass eine Bail-out-Erwartung zu verzerrten Investitionsanreizen führen kann, zeigt die folgende Pressemeldung exemplarisch. Der Beteiligungsfonds TPG (*Texas Pacific Group*) investierte unter Leitung ihres Gründers David Bonderman 2008 etwa 7 Milliarden Dollar in die bereits angeschlagene Bank Washington Mutual. Wie aus neuen Presseberichten hervorgeht, setzte der Fonds auf ein vollständiges Bail-out durch die amerikanische Regierung (bzw. FDIC). Diese verweigerte jedoch den Bail-out und praktizierte statt dessen ein Bail-in. TPG verlor sein gesamtes Investment. Als Erklärung liegt es nahe zu vermuten, dass die Finanzaufsicht den Bail-in deshalb wagen konnte, weil die Identität der Investoren, der Private Equity Fonds TPG, bekannt war, so dass eine Rückwirkung auf andere Finanzinstitute als unwahrscheinlich eingeschätzt wurde (vgl. hierzu Financial Times, European Edition, 19.8.2013, S. 5. Private Equity: Last of the risk-takers?: „Sheila Blair, the FDIC's chair at the time, described in her memoirs how shocked she had been by Mr. Bonderman's „combative way“ in pressing for access to Fed lending. TPG lost all its money (more than \$1bn) as well as that of its investors and co-investors, a group that included major sovereign wealth funds and state pension funds. But Mr. Bonderman's admirers point out that if the government had decided to bail out the bank instead, it would have been a fantastic investment.“)

Die Restrukturierungsrichtlinie (BRRD) sieht vor, dass Bankengläubiger, insbesondere die Halter von Hybridkapital¹², nachrangigem Kapital und von unbesicherten Forderungen, künftig regelmäßig in die Haftung einbezogen werden sollen – neben den Eigentümern, die als Erste ihre Ansprüche verlieren. Die geplanten Regelungen haben jedoch zwei Schwächen. Erstens sind sie nicht hinreichend präzise, um in der Praxis wirklich sicherzustellen, dass privates Kapital in hinreichendem Umfang in Anspruch genommen werden kann.¹³ Zweitens sind – wie noch zu zeigen ist – die in der Richtlinie genannten Übergangsregelungen höchst problematisch, sie setzen die falschen Anreize und können die Zielsetzung der Richtlinie insgesamt untergraben.

Damit die private Haftung im Bereich des Fremdkapitals glaubwürdig ist und in einem Krisenmoment auch tatsächlich wirksam werden kann, sind zwei Bedingungen zu erfüllen:

1. Das für einen glaubwürdigen Bail-in vorgesehene Fremdkapital darf nicht seinerseits von Banken gehalten werden. Entstehende Verluste sollen außerhalb des Bankensektors getragen werden.

2. Auch die Berücksichtigung von Risikotransferleistungen, wie etwa Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS), darf nicht dazu führen, dass entstandene Verluste bei der Fremdkapitalposition „Bail-in-Anleihen“ in den Bankensektor rückverlagert werden. Eine solche Rückverlagerung könnte beispielsweise dadurch geschehen, dass die Käufer derartiger Anleihen zugleich Kreditversicherungen erwerben, die von einer Bank (als Stillhalter, also als Versicherer) angeboten werden. Im Schadensfall würde ein Verlust der Bail-in-Anleihe durch die Versicherungszahlung von Seiten des CDS-Stillhalters – also seitens einer Bank – ausgeglichen werden. Das Ausfallrisiko wäre dann entgegen der ursprünglichen Absicht doch im Bankensektor verblieben. Rückverlagerungsmöglichkeiten ergeben sich auch im Zuge von Verbriefungen und Wiederverbriefungen, bei denen Anleihen in Portfolios zusammengestellt und sodann die resultierenden Zahlungsströme nach Seniorität gestaffelt als neue Anleihen emittiert werden. Bei solchen sogenannten strukturierten Finanzierungen¹⁴ ist es nicht leicht, den Überblick zu behalten, wohin welche Risiken verteilt worden sind. Weitere Wege der Risikorückverlagerung können sich über Tochtergesellschaften ergeben – in allen Fällen liegen gegebenenfalls Umgehungstatbestände vor.

12. Als Hybridkapital bezeichnet man Finanzierungsinstrumente, die Mischungen aus Eigen- und Fremdkapital darstellen. Hierzu gehören beispielsweise Wandelanleihen, nachrangige Anleihen, Genussscheine, Contingent Convertibles (CoCos).

13. Hierzu zählen auch die rechtlichen Details einer vertraglichen Ausgestaltung von Bail-in-Anleihen.

14. Strukturierte Finanzierungsinstrumente wie Collateralized Debt Obligations (CDOs) haben zu Beginn der Finanzkrise in den Jahren 2007/2008 eine besondere Rolle gespielt, vgl. beispielsweise Franke/Krahen 2009.

Die erste Bedingung soll sicherstellen, dass der Teufelskreis von systemischem Risiko, erhöhter Risikoübernahme durch einzelne Banken und anschließender vorsorglicher Bankenrettung durch den Staat durchbrochen wird. Eine ‚Verankerung‘ der Haftung für Bankverluste außerhalb des Bankensektors räumt der privaten Haftung wieder den Stellenwert ein, den sie im Nichtbankensektor ganz selbstverständlich besitzt. Um eine tatsächliche Risikoverankerung außerhalb des Bankensektors zu sichern, ist auch der Fall eines Risikorücktransfers in den Bankensektor zu bedenken; dies ist die zweite Bedingung. Hier wäre eine Klausel im Vertragswerk des Bail-in-Bonds oder eine Auflage für das Risikobuch der Bank ein denkbarer Weg um diesen Risikorücktransfer zu verhindern.

Beide Bedingungen, die Halteridentität und der Ausschluss des Risikorücktransfers, sind von der Aufsicht kontinuierlich zu überwachen. Auf sie kommt bezüglich Bail-in-Bonds daher eine neue Aufgabe zu: Die Sicherstellung glaubwürdiger Bail-in-Voraussetzungen („*securing bail-in-ability at all times*“). Diese Aufgabe ist bisher nicht Teil des Pflichtenkanons der Aufsicht, sie ist aber unverzichtbar.

Zu der inhaltlichen Aufgabenstellung kommt die Frage der Zuständigkeit als weitere offene Frage hinzu. Nach dem gegenwärtigen Stand der Diskussion ist ungeklärt, welche europäische oder nationale Behörde für eine Überwachung der Bail-in-Eigenschaften zuständig sein könnte. Als pragmatische Lösung bietet sich eine Zuständigkeit der europäischen Behörden ESMA, EIOPA und EBA unter verantwortlicher und koordinierender Leitung des ESRB¹⁵ an.

b) Bail-in-Kapital für einen großen Markt: Anforderungen der Investoren

Unbeantwortet ist bisher die Frage nach dem Mindestvolumen von Bail-in-Anleihen bei Banken. Die in der Liikanen-Kommission geäußerten Vorstellungen münden in keine konkrete Zahlenangabe. Als Orientierungsgröße kann hier aber die schweizerische Regulierung dienen. Sie betrifft neu geschaffenen Wandelanleihen, sogenannte CoCo-Bonds¹⁶, eine Form von Bail-in-Anleihen. Bei diesen Anleihen kann die Aufsicht nach Vorliegen bestimmter Voraussetzungen eine Umwandlung des Fremdkapitals in Form von CoCo-Bonds in Eigenkapital verfügen. Nach dem Schweizer Modell¹⁷ betragen die gesamten um CoCo-Bonds erweiterten Kapitalanforderungen 19 Prozent der risikogewichteten Aktiva. Hiervon müssen mindestens 4,5 Prozentpunkte hartes Eigenkapital sein, weitere 5,5 Prozentpunkte hartes Eigenkapital dienen als Kapitalpuffer, zu denen weitere 3 Prozentpunkte in der Form von Wandelanleihen ebenfalls als Kapitalpuffer hinzukommen. Für systemrelevante Banken sind größenabhängig Wandelanleihen von bis zu 6 Prozentpunkten vorgesehen. Eine Wandlung der Anleihen erfolgt automatisch wenn aufgrund von Verlusten Schwellenwerte des harten Eigenkapitals von 7 bzw. 5 Prozent erreicht werden.

15. ESMA: European Securities Markets Authority, Paris; EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority, Frankfurt; EBA: European Banking Authority, London; ESRB: European Systemic Risk Board, Frankfurt.

16. Contingent Convertible Bonds

17. Expertenkommission Schweiz (2010); Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Großunternehmen, Zürich, September. Vgl. <http://www.sif.admin.ch/dokumentation/00514/00519/00592/>.

Nach Berechnungen der Expertenkommission beläuft sich das absehbare Volumen an Wandelanleihen bei den Schweizer Großbanken auf etwa 5 Prozent der Bilanzsumme. Von diesem Richtwert ausgehend kann nach einer sinnvollen Größenordnung für die vom Beirat vorgeschlagenen, glaubwürdig haftenden Instrumente (Bail-in-Bonds) gesucht werden. Ein sehr viel größerer Wert, als im Falle der Schweiz veranschlagt, ist zumindest in absehbarer Zukunft wenig realistisch, weil bei unterstellten 5 Prozent der Bilanzsumme aller europäischen Banken ein Betrag von etwa 2 Billionen Euro angesprochen ist – dies ist ein ehrgeiziger Betrag, angesichts eines durchschnittlichen jährlichen Anleiheemissionsvolumens von Nichtbanken in Europa von etwa 100 Milliarden Euro¹⁸. Doch ein deutlich kleinerer Betrag als jener, den die Schweizer vorgegeben haben, erscheint wenig sinnvoll. Bei einer Bail-in-Kapitalanforderung von 1 bis 2 Prozent der Bilanzsumme dürfte der Spielraum der Aufsicht im Falle einer Wertverschlechterung einzelner Bankaktiva schnell aufgebraucht sein. Die Bedeutung eines glaubwürdigen Bail-ins bliebe dann nur auf kleinere Schadensfälle begrenzt.

Der Beirat geht daher bei seinen weiteren Überlegungen zur Marktentwicklung für Wandelanleihen von einer Anforderung in Höhe von etwa 5 Prozent der Bilanzsumme aus. Dieser Wert entspricht in etwa der Relation des Bucheigenkapitals zu der aggregierten Bilanzsumme aller europäischen Banken.

Ein Anlagevolumen in Hochzinsbankanleihen in dieser Größenordnung stellt eine echte Herausforderung dar, weil allenfalls über mehrere Jahre von einer Platzierbarkeit ausgegangen werden kann. Das von seinen Risikomerkmale vielleicht vergleichbare Marktsegment der Hochzinsanleihen kommt im Jahre 2013 auf einen Bestand von 178 Milliarden Euro¹⁹.

Die Folgerung für den Gesetzgeber lautet daher: Schon bei der Ausformung des Gesetzes ist sorgfältig zu überlegen, wie die Entstehung eines solchen neuen Marktes für risikotragende Bankwandelanleihen erleichtert werden kann. Mit „Erleichterung“ ist hier weniger eine steuerliche Komponente gemeint, sondern vielmehr die Vereinheitlichung von Emissionsbedingungen, die zu einer möglichst hohen Marktliquidität beiträgt.

18. DB Research, Corporate bond issuance in Europe, Where do we stand and where are we heading?, 31. Januar 2013, vgl. http://www.dbresearch.com/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD000000000300834.pdf.

19. Wall Street Journal, March 5, 2013 [<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887324539404578342300192992928>]

Drei Überlegungen können hierbei eine besondere Rolle spielen:

1. Dem Gesetzgeber muss klar sein, dass ein derartiges Privathaftungsvolumen primär von institutionellen Investoren übernommen werden kann, die ihrerseits aufgrund langlaufender Verbindlichkeiten nicht so schnell in Liquiditätsprobleme kommen und deshalb einen größeren Schadensfall leichter absorbieren und über mehrere Jahre strecken können. Bei den hier angesprochenen Investoren handelt es sich um Pensionsfonds, Lebensversicherungen, Sovereign Wealth Funds und möglicherweise auch spezialisierte (*long-only*) Hedge Funds. Folgerichtig dürfen keine weiteren Regulierungsvorgaben, etwa Anlagevorschriften für Investoren, eine Übernahme von Bank-Erstverlustrisiken übermäßig begrenzen. Diese Gefahr droht gegenwärtig mit Blick auf Solvency II und die dort angestrebte Abschirmung von Lebensversicherungen gegen Bankrisiken. Ferner muss bei der Beaufsichtigung von Pensionsfonds und Lebensversicherern, die in Bail-in-Bonds investieren, sichergestellt sein, dass die dort zu erwartenden hohen Kuponzahlungen in angemessenem Umfang den Verlustrückstellungen und nicht den ausschüttungsfähigen Erträgen zugeordnet werden. Die Angemessenheit ergibt sich hier aus den erwarteten Verlusten aus einem möglichen Bail-in. Eine besondere Klasse von Investoren könnten die Manager der Banken sein, die einen erfolgsabhängigen Teil ihrer Entlohnung in Form von Bail-in-Bonds erhalten. Auf diesem Weg würden auch sie ein Eigeninteresse an einer Risikobegrenzung entwickeln.

2. Dem Gesetzgeber muss ferner klar sein, dass die Einzelheiten der rechtlichen Ausgestaltung von Bail-in-Bonds, einschließlich der Interventionsregeln, denen sie hoheitlich unterworfen sind, einen erheblichen Einfluss darauf haben können, ob und wie sich ein ausreichendes Investoreninteresse für Bail-in-Bonds ergeben wird. Letzteres ist die Voraussetzung dafür, dass der regulatorische Anlauf zur Wiederbelebung marktwirtschaftlicher Prinzipien bei der Bankenrefinanzierung überhaupt erfolgreich sein kann. Von daher gebührt den Interventionsregeln höchste Aufmerksamkeit. Sie werden darüber entscheiden, ob sich Bail-in-Bonds in dem gewünschten Umfang als „*new asset class*“ etablieren können.

Zwei Kriterien sollen bei dem gegenwärtigen Wissensstand besonders herausgehoben werden.

Erstens: Der Umfang diskretionärer Eingriffsmöglichkeiten seitens der Aufsicht bei der Festlegung des Bail-in-Falles schafft für Investoren ein zusätzliches, schwer kalkulierbares Risiko. Dadurch könnte sich, auch wenn diese Eingriffsmöglichkeiten oft im Sinne des Gläubigers sein dürften, nicht nur der Preis der Instrumente weiter erhöhen, sondern auch die Investitionssumme eng begrenzen. Von daher sollte der für Bail-in-Bonds vorzusehende Trigger (Auslöser) so weit wie möglich objektiviert („hart“) sein, beispielsweise durch Konditionierung auf kritische Bilanz- und/oder Ertragsrelationen oder auf Marktpreise relevanter Instrumente.

Der gegenwärtige Vorschlag zur Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) reicht in dieser Hinsicht nicht weit genug. So können nationale Abwicklungsbehörden laut Artikel 38, 3c dann alle oder bestimmte Verbindlichkeiten vom Bail-in ausschließen, wenn eine Ansteckungsgefahr droht. Wie genau diese Gefahr zu definieren ist, wird in diesem Artikel nicht ausgeführt.²⁰ Staatliche Interventionen sind demnach weiterhin ohne klare Regeln möglich.

Zweitens: Die Verlustzuweisung sollte mögliche Besserungsoptionen²¹ berücksichtigen (*debtor warrant*). So könnten Fehleinschätzungen in einer Krisensituation kompensiert werden und temporäre Liquiditätsprobleme und Preisverzerrungen ausgeglichen werden. Diese Eigenschaft ist durch eine feste Konversionsregel zu erreichen, bei der die Haftungsübernahme als Eigenkapitalverwässerung und nicht als Schuldenschnitt erfolgt und außerdem die Seniorität der Ansprüche durch mit dem Haftungsrang abnehmenden Verwässerungskoeffizienten berücksichtigt wird. Diese und weitere Interventionsbedingungen (etwa bezüglich der Stimmrechtsallokation im Konversionsfall) sollen Teil der Emissionsbedingungen und von daher den Investoren von Anfang an bekannt sein; auf diese Weise können sie vom Markt eingepreist werden.

3. Um Missverständnisse bezüglich des Begriffs „Bail-in-Bonds“ zu vermeiden ist klarzustellen, dass sich die Fähigkeit zur Haftungsübernahme durch Gläubiger keineswegs auf die sogenannten Bail-in-Bonds beschränkt. Tatsächlich gilt für jeden Fremdkapitaltitel die volle Mithaftung – in den Grenzen, die durch den tatsächlichen Wert einer eventuellen Sicherheit und die eventuell greifende Einlagensicherung gegeben sind. Es ist deshalb sachlich falsch, für Bankfremdkapital, das nicht als Bail-in-Debt bezeichnet wird, eine Bail-out-Zusage zu unterstellen. Da es solche Missverständnisse in der öffentlichen Diskussion gegeben hat, ist eine entsprechende Klarstellung in allen einschlägigen Texten und Gesetzen zu empfehlen.

Neben diesen dauerhaften Regeln ist es wichtig, den Übergang zur Einführung des Bail-in-Instruments angemessen zu gestalten. In der Vereinbarung des Rats wird die Anwendbarkeit der Bail-in Regeln auf den 1.1.2016 datiert.

Diese Formulierung wirft die wichtige Frage auf, was in der Übergangszeit zwischen heute und Anfang 2016 geschehen soll. Die Erfahrung der letzten Jahre hat auch gezeigt, dass die Übergangswege von einer erreichten Schieflage hin zu einer gewünschten und durchdachten Neuordnung ein erhebliches Risiko, auch ein erhebliches moralisches Risiko in sich bergen, wenn für den Übergang viel Zeit gelassen wird.

20. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010.

21. Eine Besserungsoption bezeichnet eine vertragliche Regelung, nach der ein Finanzinstrument nicht nur an eventuellen Verlusten partizipiert, sondern auch an etwaigen späteren Gewinnen. Beispiele finden sich in bedingten Wandelschuldverschreibungen (CoCos), die im Krisenfall (also beim Auftreten von Verlusten) in Eigenkapital gewandelt werden, dann aber im Falle einer Erholung des Unternehmenswerts an den Wertzuwächsen partizipieren.

Es sollte auch dringend klargestellt werden, dass die Schaffung eines spezifischen Bail-in-Instruments keineswegs im Umkehrschluss bedeutet, dass sonstige Kapitalpositionen aus der Haftung entlassen werden. Insbesondere ist klar zu regeln, dass bis zum 1.1.2016 gerade keine Quasi-Bail-out-Garantie bei der Abwicklung von Banken existieren darf, weil sie starke Anreize schaffen könnte, in dieser Übergangszeit hohe Risiken einzugehen und dabei die Staatshaftung unnötigerweise in Anspruch zu nehmen.²²

Als Erklärung für die späte Einführung der neuen Haftungsregel werden Ergebnisse der Auswirkungsstudie ('Impact Assessment') der Kommission angeführt. Eine schnellere Einführung des Bail-in-Instruments (als 2016) könne zu einem 'Deleveraging'²³ im Bankensektor mit negativen Konjunkturwirkungen führen.²⁴ Dieses Argument überzeugt nicht. Erstens droht ein solches Delveraging bei Verzögerung des Bail-in-Instruments ebenso, nur eben später. Man kann keineswegs damit rechnen, dass der Übergangszeitraum genutzt wird, um entsprechendes Kapital aufzubauen – ganz im Gegenteil. Zweitens: Um ein solches Delveraging zu verhindern, ist das undifferenzierte Ausdehnen der Staatshaftung das falsche Instrument. Es ist sinnvoller, die Nutzung anderer Finanzierungswege als den klassischen Bankkredit zu unterstützen. Hier ist in erster Linie die Schaffung eines leistungsfähigen Anleihemarktes für Nichtbanken zu nennen. Dieser ist im internationalen Ver-

gleich insbesondere in Deutschland und einigen weiteren europäischen Ländern bisher wenig entwickelt. Dagegen dominiert hierzulande ein Bankenleihemarkt.²⁵ Ein weiteres Instrument zur Erleichterung der direkten Finanzierung von Unternehmen durch Investoren ergibt sich aus dem Abbau steuerlicher Diskriminierungen der Eigenkapitalfinanzierung. Drittens ist dort, wo Geschäftsmodelle von Banken hauptsächlich auf der impliziten Staatshaftung beruhen, ein Delveraging sogar ausdrücklich erwünscht. Viertens ist umstritten, ob ein Delveraging notwendig zu einer Verminderung der Unternehmenskredite führt, weil andere Assetklassen (wie zum Beispiel Interbankkredite oder Staatsanleihen) vorrangig betroffen sein können, die nicht in direktem Zusammenhang mit Kundengeschäft stehen.

Abschließend soll auf die Ausgestaltung der Anleihen in Bezug auf deren Laufzeit eingegangen werden. Im Interesse eines kontinuierlichen Ausbaus des Bail-in-Anleihemarktes ist eine regelmäßige und dem Umfang nach mehr oder weniger stabile Emissionstätigkeit von Vorteil. Hierfür sollten die Anleiheemissionen nicht Rententitel mit unendlicher Laufzeit (Consols) und mit gestaffelten Laufzeiten versehen werden, sodass ein regelmäßiger Gang auf den Kapitalmarkt notwendig wird und dadurch die geänderten Emissionsbedingungen, die eine geänderte Risikopolitik nach sich ziehen würde, für das Management und die Eigentümer sichtbar und spürbar wird.²⁶

22. Wie schon zuvor gilt auch hier, dass die Gefahr weniger von böartigen Managern ausgeht, als vielmehr von regulierungsbedingt verzerrten Marktpreisen – Preise, welche die tatsächlichen volkswirtschaftlichen Risiken aufgrund einer erwarteten staatlichen Rettung nur unzureichend widerspiegeln.

23. Delveraging kann auf zwei Weisen erreicht werden, durch die Erhöhung von Eigenkapital bei konstanter Verschuldung (wodurch die Kreditvergabekapazität insgesamt steigt) oder durch Verminderung der Verschuldung bei konstantem Eigenkapital (wodurch die Kreditvergabekapazität sinkt).

24. Commission Staff Working Document Impact Assessment Accompanying the document Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms and amending Council Directives 77/91/EEC and 82/891/EC, Directives 2001/24/EC, 2002/47/EC, 2004/25/EC, 2005/56/EC, 2007/36/EC and 2011/35/EC and Regulation (EU) No 1093/2010, S. 49-50.

25. Vgl. Krahen/Schmidt (2004)

26. Dies entspricht dem Gedanken der Marktdisziplin auf dem Anleihemarkt.

V. Fazit

Bei der Umsetzung der europäischen Bankenunion ist es dringend erforderlich, die Bedingungen zu schaffen, um das Prinzip privater Haftung im Bankensektor auch in Krisensituationen einhalten zu können. Hierzu sind Vorkehrungen erforderlich, die über eine Erhöhung des Eigenkapitals hinausgehen indem die bislang geplanten Verfahrensregeln für ein Bail-in deutlich verschärft werden. Außerdem sollten die im Entwurf der Restrukturierungsrichtlinie genannten Übergangsfristen weiter verkürzt werden. Bei der Einführung der neuen Instrumente zur Gläubigerhaftung sollten die folgenden vier essentiellen Prinzipien gelten:

- Die Emission nachrangigen Fremdkapitals ist verpflichtend für alle Banken.
- Sie ist verbunden mit einer Emissionsauflage, die sicherstellt, dass diese Wertpapiere oder deren Ausfallrisiken dauerhaft außerhalb des Bankensektors gehalten werden.
- Es wird dabei eine einheitliche und marktgerechte Fassung der Anleihebedingungen hinsichtlich Auslöser (Trigger) und Haftungsregel (Konversion) vorgesehen.
- Die Überwachung von Emissionsauflage, Anleihebedingungen und Bail-in-ability wird durch ein entsprechendes Mandat für die ESRB unter Einbindung der europäischen Banken- und/oder Wertpapieraufsicht sichergestellt.

VI. Literatur

- Admati, Anat and Hellwig, Martin (2013), „The Bankers’ New Clothes – What’s Wrong with Banking and What to Do about It”, *Princeton University Press*.
- Asquith, Paul and Mullins Jr., David W. (1986), „Equity Issues And Offering Dilution”, *Journal of Financial Economics* 15 (1986), 61-89.
- Calomiris, Charles W. and Herring, Richard J. (2012) „Why and How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement”, *Working Paper*.
- De Marzo, Peter M. (2005)“The Pooling and Tranching of Securities: A Model of Informed Intermediation”, *Review of Financial Studies*, 1-35.
- Diamond, Douglas W. and Dybvig, Philip H. (1983), „Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”, *Journal of Political Economy*, 91, S. 401-419.
- Diamond, Douglas W. and Rajan, Raghuram (2000), „A Theory of Bank Capital”, *Journal of Finance* 55(6), 2431-2465.
- Diamond, Douglas W. and Rajan, Raghuram G. (2001), „Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking”, *Journal of Political Economy* 109, 287-327.
- Dübel, Achim (2013), „The Capital Structure of Banks and Practice of Bank Restructuring” *Working Paper*, Center for Financial Studies 2013/04.
- Expertenkommission Schweiz (2010); „Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Großunternehmen”, Zürich, September. Vgl. <http://www.sif.admin.ch/dokumentation/00514/00519/00592/>
- Franke, Günter und Krahnen, Jan P. (2009), „The future of securitization”, in *Prudent lending restored: Securitization after the mortgage meltdown*, Fuchita, Y., Herring, R. und E. Litan (Hrsg.), Brookings Institution.



Gertler, Mark and Kiyotaki, Nobuhiro (2012), „Banking, Liquidity and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy”, *Working Paper*.

Kashyap, Anil K., Rajan, Raghuram G. and Stein, Jeremy C. (2002), „Banks as Liquidity Providers: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking”, *Journal of Finance*, 57, 33-73.

Krahnen, J. P. und R.H. Schmidt (2004), *German Financial System*: Oxford University Press 2004.

Myers, Stuart C. and Majluf, Nicholas S. (1984), „Corporate Financing And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

Pennacchi, George (2012), „Narrow Banking”, *Annual Review of Financial Economics* 4, 1-36.

Verzeichnis der Mitglieder des Wissenschaftlichen Beirat beim Bundesministerium der Finanzen

Prof. Dr. Kai A. Konrad (Vorsitzender)	München
Prof. Dr. Thiess Büttner (Stellv. Vorsitzender)	Nürnberg-Erlangen
Prof. Dr. Dieter Brümmerhoff	Rostock
Prof. Dr. Lars P. Feld	Freiburg/Br.
Prof. Dr. Lutz Fischer	Hamburg
Prof. Nicola Fuchs-Schündeln, PhD	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Clemens Fuest	Mannheim
Prof. Dr. Heinz Grossekkettler	Münster/W.
Prof. Dr. Günter Hedtkamp	München
Prof. Dr. Klaus Dirk Henke	Berlin
Prof. Dr. Johanna Hey	Köln
Prof. Dr. Bernd Friedrich Huber	München
Prof. Dr. Wolfgang Kitterer	Köln
Prof. Dr. Jan Pieter Krahn	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Gerold Krause Junk	Hamburg
Prof. Dr. Alois Oberhauser	Freiburg/Br.
Prof. Dr. Rolf Peffekoven	Mainz
Prof. Dr. Helga Pollak	Göttingen
Prof. Dr. Wolfram F. Richter	Dortmund
Prof. Jörg Rocholl, PhD	Berlin
Prof. Dr. Ulrich Schreiber	Mannheim
Prof. Dr. Hartmut Söhn	Passau
Prof. Dr. Christoph Spengel	Mannheim
Prof. Dr. Klaus Stern	Köln
Prof. Dr. Marcel Thum	Dresden
Prof. Dr. Christian Waldhoff	Berlin
Prof. Dr. Alfons Weichenrieder	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Dietmar Wellisch	Hamburg
Prof. Dr. Wolfgang Wiegand	Regensburg
Prof. Volker Wieland, PhD	Frankfurt/M.
Prof. Dr. Berthold Wigger	Karlsruhe
Prof. Dr. Horst Zimmermann	Marburg/Lahn

Stand: Januar 2014



Impressum

Herausgeber

Bundesministerium der Finanzen
Referat für Öffentlichkeitsarbeit
Wilhelmstr. 97, 10117 Berlin

Stand

Januar 2014

Bildnachweis

Ilja C. Hendel

Redaktion

Wissenschaftlicher Beirat
beim Bundesministerium der Finanzen

Weitere Informationen im Internet unter

www.bundesfinanzministerium.de

Diese Broschüre ist Teil der Öffentlichkeitsarbeit der Bundesregierung. Sie wird kostenlos abgegeben und ist nicht zum Verkauf bestimmt.

