

---

# POLICY PLATFORM | White Paper

## Marktkräfte und Finanzstabilität: Desiderate und Anreizwirkungen eines institutionellen Rahmens für Bankenrestrukturierung

**Günter Franke und Jan Pieter Krahen**  
Center for Financial Studies

**Oktober 2012**

**Erscheint in:**  
**Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 24. Jahrgang, Heft 5.**

# Marktkräfte und Finanzstabilität: Desiderate und Anreizwirkungen eines institutionellen Rahmens für Bankenrestrukturierung

*Günter Franke\*)*

*Jan Krahen\*\*) \*\*\*)*

Trotz bestehender Rechtsnormen zur Bankenrestrukturierung sind zahlreiche Fragen der praktischen Durchführung bislang weitgehend ungeklärt. Dieser Beitrag geht von Marktdisziplin als Kernziel aus und leitet daraus weitere Ziele ab, die bei einer Restrukturierung beachtet werden sollten. Um die Eignung verschiedener ex ante- und ex post-Maßnahmen für eine Reorganisation und für die Verhinderung von Krisen erörtern zu können, wird zwischen Agonie und Herzinfarkt einer systemisch relevanten Bank unterschieden. Auch wird untersucht, ob einzelne Maßnahmen oder ihre Ankündigungen glaubwürdig sind und dadurch Marktdisziplin fördern. Es werden Vorschläge zur Finanzierung systemisch relevanter Banken unterbreitet, nicht nur um Systemkrisen zu vermeiden, sondern auch um die Haftung des Steuerzahlers durch private Haftung zu ersetzen. Dabei spielen sogenannte Ankeranleihen, die eine Stabilisierung des Bankensektors ermöglichen, eine besondere Rolle.

## Inhaltsverzeichnis

1. Einführung
2. Ziele
  - 2.1. Marktdisziplin als Grundorientierung
  - 2.2. Desiderata der Bankenstrukturierung
3. Wege
  - 3.1. Der Fall einer schleichenden Bankenkrise („Agonie“)
  - 3.2. Der Fall einer abrupten Bankenkrise („Herzinfarkt“)
  - 3.3. Das deutsche Bankenrestrukturierungsgesetz
4. Ausgewählte Probleme der genannten Vorgehensweisen
  - 4.1. Agonie
  - 4.2. Abrupte Bankenkrise („Herzinfarkt“)
    - 4.2.1.1. Debt Equity Swaps als Instrument der Krisenintervention
    - 4.2.1.2. Maßnahmen mit staatlicher Unterstützung
    - 4.2.1.3. Überlegungen zu einer glaubwürdigen Beschränkung staatlicher Risikoübernahme: Die Einführung von Ankeranleihen
  - 4.3. Internationale Regulierungsunterschiede
5. Schlussfolgerungen

---

\*) Universität Konstanz (guenter.franke@uni-konstanz.de) und CFS.

\*\*) Goethe Universität Frankfurt, CFS, CEPR (krahen@wiwi.uni-frankfurt.de). Der Inhalt des vorliegenden Papiers ist wissenschaftlicher Natur und steht in keinem unmittelbaren Zusammenhang mit der Arbeit der High-level Expert Group on Reforming the EU Banking Structure (Liikanen commission).

\*\*\*) Wir danken zahlreichen Tagungsteilnehmern für wertvolle Kommentare, insbes. Th. von Lüpke.

## 1. Einführung

Dieses Essay widmet sich der Frage, wie es gelingen kann, Bankenmärkten zu Stabilität zu verhelfen. Welche Prinzipien sollten auf dem Finanzmarkt gelten, damit Markttransaktionen und -signale zu einem stabilen Gleichgewicht führen - und dabei möglichst wenig staatliche, marktferne Interventionen benötigt werden? Es ist eine irritierende Erfahrung der schweren Finanzkrise (2007-2012), dass die Finanzmärkte im Allgemeinen und die Banken im Besonderen eine Instabilität gezeigt haben, die Finanzexperten - Praktiker und Wissenschaftler - noch vor wenigen Jahren für ausgeschlossen gehalten haben.<sup>1</sup>

Finanzökonomien stehen am Beginn eines Forschungsprogramms, das sie noch lange beschäftigen wird. Ein großer „Erklärungswurf“, wie ihn beispielhaft J.M. Keynes 1936, wenige Jahre nach der Weltwirtschaftskrise vorgelegt hat, ist mit Blick auf die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise noch nicht zu erkennen. Wohl aber liegen mittlerweile eine Reihe von Einzelbeobachtungen und Analysen vor, die sich zu einem vorläufigen Bild der Entstehung der Krise und ihrem weiteren Verlauf zusammenfügen lassen. Wie Lo (2012) zeigt, gibt es nicht nur einen Erklärungsansatz, sondern viele. Vielleicht muss eine überzeugende Erklärung deshalb vieldimensional sein.

Wir werden einige der vorgetragenen Argumente auf den folgenden Seiten skizzieren und darauf aufbauend die Bemühungen des deutschen und europäischen Gesetzgebers zur Verbesserung der Finanzmarktordnung aufgreifen und beurteilen. Im Zentrum steht dabei das Problem der Bankenrestrukturierung. Das deutsche Restrukturierungsgesetz (Restr Ges) ist seit dem 1.1.2011 in Kraft, eine entsprechende Vorlage der Europäischen Kommission ist im Juni 2012 vorgelegt worden.

Unser Beitrag beginnt mit einer Darstellung der mit einer Finanzmarktordnung anzustrebenden Ziele („Ziele“), ausgehend von der ökonomischen Wohlfahrtstheorie. Dabei kommt den Selbststabilisierungskräften von Finanzmärkten – und insbesondere deren Grenzen – eine wichtige Rolle zu. Im anschließenden Abschnitt („Wege“) wird zwischen schleichenden und abrupten Banken Krisen unterschieden und die hierfür vorgesehenen, sehr unterschiedlichen Regulierungsinstrumente, werden vorgestellt. Im anschließenden Kapitel („Probleme“) werden einige schwerwiegende Funktionsprobleme und offene Gestaltungsfragen des existierenden regulatorischen Rahmens diskutiert. Der Aufsatz endet

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch Franke/Krahn (2009a).

mit Vorschlägen für eine Verbesserung des institutionellen Rahmens der Bankenrestrukturierung.

## **2. Ziele**

### **2.1 Marktdisziplin als Grundorientierung**

Bevor wir über Wege zu einer Restrukturierung systemisch relevanter Banken sprechen, ist es erforderlich, die Ziele oder Desiderate zu benennen, die mit einer Bankenrestrukturierung verfolgt werden sollen. Wie die ökonomische Wohlfahrtstheorie lehrt, kann in einer Marktwirtschaft ein hohes Niveau der Wohlfahrt erreicht werden, wenn Marktdisziplin das Verhalten von Unternehmen, also auch von Banken, steuert. Mit dem Begriff der Marktdisziplin bezeichnen wir die Wirkung des Preismechanismus als Instrument zur Erreichung eines gesamtwirtschaftlichen Optimums. Eine wichtige Voraussetzung hierfür ist die Abwesenheit externer Effekte. Ist diese gegeben, werden die zu erwartenden Konsequenzen einzelwirtschaftlichen Handelns in den am Markt beobachteten Preisen vollständig berücksichtigt („eingepreist“). Ein Entscheider kann dann negative Konsequenzen eigenen Handelns nicht auf andere abwälzen, ohne dafür einen Marktpreis zu bezahlen.

Voraussetzung hierfür ist, dass alle Marktteilnehmer rationale Erwartungen bilden. Dies erfordert es, die zufallsabhängigen Wirkungen eigener und fremder Entscheidungen unverzerrt voraussagen zu können. Öffentlich verfügbare Informationen über Konsequenzen von Markttransaktionen bilden sich dann in deren Marktpreisen ab.

Rationale Erwartungen sind in einer Marktwirtschaft nur dann möglich, wenn es ein wohl definiertes rechtliches Rahmenwerk gibt, das zu hinreichend geringen Informations- und Transaktionskosten führt und durchgesetzt wird. Der Gesetzgeber ist gefordert, ein derartiges Rahmenwerk zu gestalten. Es soll den Marktkräften möglichst weitgehende Geltung verschaffen, wobei eine missbräuchliche Nutzung von Freiheiten unattraktiv sein soll (Marktdisziplin). Mangelt es z.B. an Transparenz, dann wird die besser informierte Partei versuchen, die schlechter informierte bei einer Markttransaktion zu übervorteilen.

Marktdisziplin setzt voraus, dass die Divergenz von Haftung und Verfügung minimiert wird, dass also derjenige, der über die Politik einer Bank entscheidet, gleichermaßen die (positiven und negativen) Konsequenzen seines Handelns selbst trägt. Dieses Postulat kann jedoch im Konflikt mit optimaler Risikoallokation stehen. Als Beispiel kann die im Gesellschaftsrecht übliche beschränkte Haftung dienen. Gesellschafter einer Bank haften im Allgemeinen nur

beschränkt. Negative Ergebnisse werden dann zum Teil auf die Gläubiger verlagert. Marktdisziplin wird dadurch eingeschränkt. Diese Einschränkung wird jedoch gemildert, wenn die Gläubiger sich von Anfang an ihrer Teilhaftung bewusst sind, und schon bei Vertragsabschluss eine entsprechende, d.h. kompensierende Vergütung verlangen. Im Idealfall vollkommener Märkte bestehen rationale Erwartungen und die erwarteten Konsequenzen der Haftungsbeschränkung sind „korrekt eingepreist“. Der Preismechanismus sorgt dann für die Internalisierung der externen Effekte.

Auch wenn eine Rechtsordnung keine vollkommenen Märkte schaffen kann, so kann sie doch Marktfriktionen erheblich einschränken und damit die Bildung rationaler Erwartungen begünstigen. Ist der institutionelle Rahmen einer Marktwirtschaft stabil, so können alle beteiligten Akteure die Folgen eigenen wie auch fremden Handelns (z.B. einer Aufsichtsbehörde, eines Gerichts oder eines Reorganisationsberaters) verlässlich abschätzen.

Fehlt dagegen ein klarer, glaubwürdiger Rahmen, kann es zu unscharfen Erwartungen kommen („Ambiguität“), die im Extremfall dazu führen, dass der Marktmechanismus zum Erliegen kommt. So brach der Verbriefungsmarkt im Jahr 2007 zusammen, als die zahlreichen Ratingherabstufungen (*downgrades*) von Verbriefungstranchen so viel Unklarheit in der Erwartungsbildung schufen, dass sich viele Akteure vom Markt ganz zurückzogen (siehe auch Franke/Krahen 2009a und 2009b).

Dies wirft für den Gesetzgeber einen Konflikt auf: Auf der einen Seite kann ein Gesetz wie das Restrukturierungsgesetz keine genauen inhaltlichen Vorgaben für eine Restrukturierung machen, weil einschlägige Erfahrungen weitgehend fehlen. Auf der anderen Seite kann ein solches „offenes“ Gesetz hohe Ambiguität bei potentiell Betroffenen begünstigen, so dass es in der Krise zu panikartigen Reaktionen mit gravierenden negativen externen Effekten kommen kann.

Diese allgemeinen Aussagen zur Funktionsfähigkeit von Märkten gelten auch für Finanzmärkte. Hierbei ist allerdings eine Besonderheit zu beachten, die in der jüngsten Vergangenheit im Rahmen der Finanzkrise von 2007 eine besondere Rolle gespielt hat (und bis heute spielt), und die entsprechend hohes Gewicht bei der Gestaltung der Rahmenordnung erhalten sollte: das mögliche Auftreten systemischer Risiken. Hiermit wird die Gefahr eines gleichzeitigen Ausfalls mehrerer Banken bezeichnet, wodurch die Liquiditäts- und Kreditversorgung der Volkswirtschaft schwerwiegend beeinträchtigt wird, und damit auch Wachstum und Beschäftigung. Diese negativen Effekte werden in den Marktpreisen von Finanztransaktionen nicht erfasst, da sie Dritte treffen, die in die Finanztransaktionen

vertraglich nicht eingebunden sind. Dieser Drittschaden, sogenannte externe Effekte, ist eine wichtige Begründung für staatliche Eingriffe.

Grundsätzlich sollten auch Verfahren zur Bereinigung der Schieflage von Banken marktdisziplin-konform gestaltet werden. Insolvenzrechtliche Normen gelten daher im Normalfall gleichermaßen für Banken wie für andere Unternehmen. Besondere Normen können – und müssen – dann zur Anwendung kommen, wenn eine systemisch relevante Bank gefährdet ist. Ihr Zusammenbruch droht, eine Ansteckungsreaktion zwischen Banken und damit ein systemisches Risiko auszulösen. Der Kollaps einer solchen Bank sollte im Interesse des Gemeinwohls verhindert werden. So sehen manche Beobachter im Zusammenbruch von Lehman Brothers einen Aufsichtsfehler, der vielfache Ansteckungseffekte ausgelöst hat, die die Weltwirtschaft in eine Rezession gestürzt haben.

Auch bei der Restrukturierung einer solchen Bank sollten nach Möglichkeit Marktmechanismen genutzt werden. Andernfalls entstehen unerwünschte Verhaltensrisiken. Wenn nämlich derjenige, der über die Politik einer Bank entscheidet, negative Konsequenzen kostenlos auf andere, z.B. den Steuerzahler, abwälzen kann, kann er die Sahne positiver Konsequenzen selbst abschöpfen und den Essig negativer Konsequenzen dem Steuerzahler verabreichen.

Es wäre indessen verfrüht, von vornherein jede Haftung des Steuerzahlers auszuschließen. Zu den klassischen Bankaufgaben gehört die Versorgung der Wirtschaft mit Krediten. Banken haben somit die Aufgabe der Fristen-, der Risiken- und der Losgrößentransformation. Banken sollen also Risiken übernehmen. Wenn Banken dies tun, gibt es auch ein Insolvenzrisiko. Ihre Kreditvergabe erzeugt aber auch positive externe Effekte. Diese können eine stark eingeschränkte Haftung des Steuerzahlers dann rechtfertigen, wenn diese die gewünschte Kreditvergabe der Banken fördert. Für eine stark eingeschränkte Haftung des Steuerzahlers spricht auch, dass der Steuerzahler der potenteste Versicherer ist, also der Versicherer mit dem größten Potential, Risiken zu tragen.

Die Haftung des Steuerzahlers sollte eng begrenzt werden, um seine Ausnutzung durch die Banken zu verhindern. Daher sollte die Haftung des Steuerzahlers im Wesentlichen auf die Restrukturierung systemisch relevanter Banken beschränkt werden, also auf Problemfälle, in denen es um die Verhinderung negativer externer Effekte geht. Bei einer Insolvenz systemisch irrelevanter Banken sind solche Effekte definitionsgemäß sehr klein, so dass der Steuerzahler nicht haften sollte<sup>2</sup>. Im Einklang mit diesem Postulat steht ein nunmehr

---

<sup>2</sup> Das Modell des Restrukturierungsfonds bezweckt eine Selbstversicherung der Banken. Dies kann mit einer optimalen Risikoallokation vereinbar sein, wenn der Restrukturierungsfonds einen Teil der Risiken abdeckt und der Steuerzahler einen Teil der verbleibenden Risiken übernimmt.

bekanntes Bild, nämlich dass gefährdete „Too big to fail“-Banken den Steuerzahler unter Zugzwang setzen und damit die Marktdisziplin untergraben.

## 2.2 Desiderata der Bankenrestrukturierung

Die folgende Erörterung geht von der Existenz systemischen Risikos aus. Wir verwenden dabei die Bezeichnung SIFIs (systemically important financial institutions) für systemisch relevante Banken. SIFIs sind aber nicht notwendig für das Auftreten systemischer Risiken. So kann beispielsweise ein Netz kleiner Banken mit ähnlichen Bilanzpositionen de facto ein hohes Systemrisiko erzeugen, obwohl kein einzelnes Institut die Beschreibung eines SIFI erfüllt (Haldane 2009). Welche Ziele sollen bei der Restrukturierung von notleidenden systemisch relevanten Banken verfolgt werden (siehe hierzu auch *EU-Kommission* 2010)?

- 1) Wahrung der Finanzstabilität zur Vermeidung einer realwirtschaftlichen Krise, möglichst ex ante durch vorbeugende Maßnahmen
- 2) Erhalt der Disziplinierung von Banken durch den Marktmechanismus
- 3) Minimierung der Lasten des Steuerzahlers
- 4) Sicherung der normierten Haftungsreihenfolge von Gesellschaftern und Gläubigern
- 5) Sicherstellung eines Level Playing Field für Banken, Vermeidung von Geschäftskonzentration bei SIFIs
- 6) Abwicklung von unrentablen Teilen von SIFIs im Rahmen eines Insolvenzverfahrens.

Während die Ziele 1) und 2) eher nebeneinander stehen, lassen sich die Ziele 3) bis 6) auch aus dem zweiten Ziel, nämlich „Wahrung der Marktdisziplin“, ableiten.

Ad 1) Wie im Gefolge der Lehman-Insolvenz deutlich wurde, kann der Zusammenbruch eines SIFIs erhebliche negative Schocks für die Realwirtschaft auslösen. Solche Schocks sollten möglichst vermieden werden. Daher sollten SIFIs von vornherein so reguliert werden, dass die Wahrscheinlichkeit eines Zusammenbruchs sehr gering ist. Kommt es dennoch zum Zusammenbruch und ist mit gravierenden Schocks für die Realwirtschaft zu rechnen, so sind rasche staatliche Maßnahmen zu prüfen, die diese Schocks zu verhindern geeignet sind.

Ad 2) Die Disziplinierung von Banken durch den Marktmechanismus wird durch staatliche Subventionen unterminiert. Diese werden von den privaten Akteuren antizipiert, selbst wenn sie nur mit geringer Wahrscheinlichkeit zu erwarten sind. Nach Möglichkeit soll auch bei

Banken der Grundsatz der Gleichheit von Haftung und Verfügung gelten. Andernfalls können Banken versuchen, den Wert zukünftiger, von ihnen vereinnahmter Subventionen zu maximieren.

Marktdisziplin wird auch vom europäischen Beihilferecht angestrebt: Es knüpft direkte staatliche, finanzielle Zuwendungen an Unternehmen, aber auch Schuldenerlasse oder verbilligte Darlehen, Bürgschaften, Steuervergünstigungen oder andere Dienstleistungen zu Sonderkonditionen an strenge rechtliche Vorgaben der Europäischen Kommission. Beihilfen sind grundsätzlich unzulässig. Wenn es dennoch zu Beihilfen kommt, kann die Kommission dem Unternehmen Auflagen machen, die es belasten und daher geeignet sind, den Vorteil der Beihilfe auszugleichen.

Eine Schlussfolgerung aus dem Ziel „Erhalt der Disziplinierung von Banken durch den Marktmechanismus“ lautet daher, dass auch bei der Restrukturierung von Banken möglichst marktkonforme Maßnahmen eingesetzt werden sollten. So sollten primär private finanzielle Mittel zur Rekapitalisierung einer Bank genutzt werden. Wenn der Staat Mittel bereitstellt, sollte er dies nur tun, wenn die private Rekapitalisierung nicht zustande kommt, und er sollte es möglichst zu Marktkonditionen tun.

Allerdings sind die Grenzen des Zieles zu beachten. Wenn die Bankaufsicht oder ein Gericht mit hoheitlichen Akten in eine notleidende Bank eingreift, ist dies kein marktwirtschaftlicher Vorgang. Die Rechtfertigung hierfür sollte ein „Marktversagen“ sein, also eine Situation, bei der gesamtwirtschaftlich wünschenswerte Lösungen über den Marktmechanismus nicht (genügend rasch) erreicht werden können. Wenn ein SIFI notleidend wird, kann dies sehr viel Unruhe im Kapitalmarkt auslösen, weil die Rückwirkungen auf andere Banken kaum abschätzbar sind. Der Marktmechanismus wird daher erheblich beeinträchtigt, so dass marktferne Eingriffe erforderlich werden können, um dies zu verhindern.

Ad 3) „Minimierung der Lasten des Steuerzahlers“ kann als Unterziel des Ziels „Erhalt der Disziplinierung von Banken durch den Marktmechanismus“ verstanden werden. Wenn der Staat subventioniert, also Leistungen ohne Gegenleistung erbringt, dann verletzt dies den Marktmechanismus. Staatliche Maßnahmen sollten den Steuerzahler möglichst wenig belasten. Die Lasten des Zusammenbruchs einer Bank sollten die Kapitalgeber tragen, insbesondere deren Gesellschafter, also die Residualeinkommensbezieher. Staatliche Subventionen sind nur insoweit begründbar, als sie notwendig sind, um substantielle Schocks auf die Realwirtschaft zu verhindern.



Ad 4) Auch die weiteren Desiderate einer Bankenrestrukturierung stehen in engem Zusammenhang mit dem Erhalt der Marktdisziplin. Die im Handelsrecht vorgeschriebene Haftungsreihenfolge von Gesellschaftern und Gläubigern sollte auch bei einer Restrukturierung durchgesetzt werden. Andernfalls werden Rechte/Pflichten der Gläubiger ex post ausgehebelt. Schuldtitel lassen sich dann nicht mehr verlässlich bewerten mit der Folge, dass die Finanzierung von Banken über solche Titel verteuert wird. Auch wird die Gleichheit von Haftung und Verfügung zusätzlich unterminiert, wenn die Kapitalgeber mit den stärksten Einwirkungsrechten auf die Geschäftsführung negative Konsequenzen der Geschäftspolitik auf die Gläubiger abwälzen können, ohne diese zuvor selbst weitestgehend zu tragen.

Ad 5) Ein weiteres Desiderat ist es, für gleiche Wettbewerbsbedingungen unter den Banken zu sorgen, also für ein Level Playing Field. Sonst besteht die Gefahr, dass das Bankgeschäft bei den Banken konzentriert wird, die von Wettbewerbsverzerrungen profitieren, so z.B. bei SIFIs, wenn notleidende SIFIs staatlich unterstützt werden. Dann können sich diese bereits im Vorfeld einer Notlage Kapital günstiger beschaffen und damit Bankgeschäft zu Lasten anderer Banken an sich ziehen. Dies ist nicht nur aus Wettbewerbsgründen unerwünscht, sondern auch deswegen, weil es vor allem große Banken sind, die systemisch relevant sind. Werden SIFIs begünstigt, dann wachsen sie tendenziell schneller als andere Banken und verschärfen damit die systemischen Risiken<sup>3</sup>. Eine staatlich begünstigte Geschäftskonzentration bei SIFIs sollte daher vermieden werden.

Ad 6) Zum marktwirtschaftlichen System gehört das Ausscheiden von nichtlebensfähigen Unternehmen. Dieser Grundsatz sollte auch bei Banken gelten, bei SIFIs allerdings nur mit Einschränkungen. Die Verhinderung von realwirtschaftlichen Schocks kann es erforderlich machen, Teile eines notleidenden SIFIs (mit staatlicher Unterstützung) als solvente und liquide rechtliche Einheit weiterzuführen. Andere Teile haben keine Systemrelevanz. Soweit sie unrentabel sind, sollten sie abgewickelt werden.

---

<sup>3</sup> In der Krise sind einige SIFIs durch Übernahmen notleidender Banken stark gewachsen.

### 3. Wege

Im Folgenden erörtern wir verschiedene materielle Vorgehensweisen zur Bekämpfung von Systemrisiken, die durch SIFIs erzeugt werden. Wir unterscheiden *Agonie* und *Herzinfarkt* eines SIFIs als stilisierte Ausgangssituationen.

#### 3.1 Der Fall einer schleichenden Bankenkrise (“ Agonie“)

Bei der *Agonie eines SIFIs* verschlechtern sich Solvenz und Liquidität allmählich, so dass sich die Entwicklung einer Notsituation abzeichnet. Ein Beispiel hierfür sind Banken, die sich stark in Osteuropa engagiert haben und durch wachsende Kreditausfälle bedroht sind. Kommt es nicht zu einer Umkehr in der Entwicklung der Schuldnerqualität, dann ist mit weiteren Verlusten zu rechnen, die schließlich das Eigenkapital dieser Banken aufzehren können.

Eigentlich sollte ein Regelwerk wie Basel III einer Agonie frühzeitig entgegenwirken. Wenn z.B. eine Verschlechterung der Qualität der von einer Bank vergebenen Kredite absehbar ist, sollten entsprechende Wertberichtigungen Vorsorgemaßnahmen für diese Risiken auslösen.

Da jedoch erhebliche Ermessensspielräume bei der Bemessung von Wertberichtigungen existieren, kann eine Bank diese hinauszögern und damit das Problem verschleiern.

Außerdem sind die Regeln von Basel III zum Teil durch politische Interessen getrieben, z.B. durch das Interesse, den Staaten ihre Finanzierung zu erleichtern. Daher gibt es bisher keine Eigenkapitalanforderungen für Anleihen von EU-Staaten. Bestimmte Risiken werden daher von Basel III nicht oder unzureichend erfasst.

Eine mögliche regulatorische Antwort auf solche Probleme liegt auf der Hand: Die Bankaufsicht kann versuchen, mit einem frühzeitigen Stresstest die Fähigkeit der Bank, drohende Verluste zu tragen, abzuschätzen. So hat die European Banking Authority (EBA) den Banken mögliche Stresstests auferlegt. Hierbei ging es u.a. darum abzuschätzen, inwieweit einzelne SIFIs in der Lage sein werden, mögliche Verluste aus ihren Positionen in Staatsanleihen zu tragen. Zeigen sich bei einem Stresstest ernsthafte Gefahren für die Stabilität des SIFIs, dann kann dem SIFI eine Frist eingeräumt werden, um die Gefahr zu beseitigen. Grundsätzlich kann der SIFI Risiken auf der Aktivseite seiner Bilanz abbauen und/oder sein Haftungskapital erhöhen. Beides sollte möglichst ausschließlich durch privatwirtschaftliche Maßnahmen erfolgen, um der Marktdisziplin Geltung zu verschaffen. Wenn dies nicht gelingt, kann der Staat eingreifen, z.B. durch staatliche Rekapitalisierung des SIFIs. Der Staat wird zum Helfer of Last Resort.

Ob die von der EBA angeordneten Stresstests einen effektiven Umgang mit der Agonie eines SIFIs zu leisten vermögen, wird noch zu erörtern sein. Ungeachtet dessen führt kein überzeugender Weg daran vorbei, bei absehbarer Verschlechterung der Stabilität eines SIFI die Gefahr *frühzeitig* abzuwenden. Sowohl private als auch gesellschaftliche Kosten einer späteren Notlage lassen sich dadurch oft vermindern. Jedoch sind die Kosten eines fehlerhaft herbeigeführten Rettungsversuchs („Fehler 2. Art“) ebenfalls zu berücksichtigen.

Auf einen anderen Weg soll hier hingewiesen werden, das sog. *ring-fencing*, wie es im Vickers-Report von 2011 (Independent Commission on Banking) vorgeschlagen wird. Danach sollen innerhalb eines Bankkonzerns strikt abgegrenzte Bereiche geschaffen werden. Innerhalb des ring-fence soll das traditionelle Retailgeschäft angesiedelt werden, außerhalb das globale Wholesale/Investment Banking. Offen bleibt die die Zuordnung des Bankgeschäfts mit großen einheimischen Gesellschaften außerhalb des Finanzsektors.

Die sog. Volcker-Rule erinnert an den Glass Steagall Act von 1933. Nach dieser Regel soll es Banken/Bankkonzernen verboten sein, Eigenhandelsgeschäfte durchzuführen, die nicht in engem Zusammenhang mit dem traditionellen Bankgeschäft stehen. Werden systemische Risiken durch ein solches Verbot verringert? Die Antwort ist offen. Denn ein Verbot wird dazu führen, dass solche Eigenhandelsgeschäfte auf andere Akteure verlagert werden. Sollten diese in Schwierigkeiten kommen, könnten dadurch auch systemische Risiken entstehen. Werden diese Akteure nicht überwacht, könnte ein Verbot die systemischen Risiken sogar erhöhen.

Schließlich kann der Gesetzgeber auch in die Rechte der Geschäftsführung einer Bank eingreifen, um diese zu stabilisieren. Z.B. kann der Staat Vorgaben für die Besoldung der Mitarbeiter machen, um vermutete unerwünschte Rückwirkungen der Besoldung auf die Geschäftspolitik von Banken einzuschränken. Hierbei sollte der Staat allerdings zurückhaltend sein. Denn oft sind die Rückwirkungen umstritten. Die Vertragsfreiheit sollte nur in gut begründeten Fällen eingeschränkt werden.

### 3.2 Der Fall einer abrupten Bankenkrise („Herzinfarkt“)

Beim *Herzinfarkt* eines SIFIs verschlechtern sich seine wahrgenommene Solvenz und Liquidität plötzlich. Beispiele hierfür sind große Investmentbanken in den USA wie Lehman Brothers und Bear Stearns. Da sich beide Banken weitgehend mit sehr kurzfristigen Mitteln finanziert hatten, brauchten sie kurzfristig erhebliche Volumina der Anschlussfinanzierung. In

beiden Fällen verschlechterten sich die Refinanzierungsmöglichkeiten sehr rasch, so dass die Banken zu fallieren drohten. Ebenso geriet die Deutsche Industrielkreditbank in massive Liquiditätsprobleme, als die Deutsche Bank, die bis zum Juli 2007 mit der IKB zusammengearbeitet hatte, überraschend mitteilte, fällige Kredite an die IKB und an das zu ihr gehörende Conduit Rhineland Funding nicht zu verlängern. In einer Wochenendaktion wurde die IKB durch die staatliche Kreditanstalt für Wiederaufbau gerettet. Bear Stearns wurde in einer Blitzaktion von JPMorgan Chase übernommen. Schocks für die Kapitalmärkte wurden so abgewendet. Bei Lehman Brothers sollte ein Exempel statuiert werden. Es kam überraschend zur Insolvenz mit den bekannten Folgen.

Im Vorfeld eines Herzinfarkts bestehen im Allgemeinen erhebliche Informationsasymmetrien zwischen dem SIFI und seinen Kapitalgebern. Ansonsten könnten die Kapitalgeber die Gefahr besser prognostizieren und sich darauf vorbereiten. Der Mangel an Information begünstigt auch das Streuen von negativen Gerüchten, die dann im Wege einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung zum Kollaps einer Bank führen können, selbst wenn die Bank solide aufgestellt ist. Daher sollte solchen Informationsasymmetrien ex ante durch mehr Transparenz entgegengewirkt werden.

Soll unvorhersehbaren Reaktionen des Kapitalmarktes auf das Bekanntwerden der Bestandsgefährdung eines SIFIs vorgebeugt werden, dann muss die Unklarheit der Lage im Rahmen des Krisenmanagements möglichst rasch beseitigt werden. Dies erklärt die wiederholt beobachteten Wochenendaktionen: Eine Gefahr, die sich andeutet, wird möglichst bis Freitagabend geheim gehalten. Das verschafft Zeit, das Problem bis vor Börsenbeginn am Montagmorgen zu lösen. Allerdings sollte es dann auch so geklärt sein, dass keine systemische Gefahr mehr besteht. Mögliche Vorgehensweisen bei einem Herzinfarkt sollten daher systemische Risiken innerhalb sehr kurzer Zeit beseitigen.

Im Folgenden werden verschiedene materielle Wege vorgestellt, die in Frage kommen, wenn die Krise des SIFIs bereits eingetreten ist. Es geht hier also um ex post-Maßnahmen der Schadensbegrenzung. Dabei ist zu beachten, dass ex post-Maßnahmen – sofern sie vorhersehbar sind, und dies ist bei regelgebundener Politik stets der Fall – bereits ex ante entsprechende Anpassungsreaktionen hervorrufen werden. Diese Reaktionen können durchaus die beabsichtigte Wirkung in ihr Gegenteil verkehren, indem der potentielle Schaden sogar noch steigt. Daher sind die ex ante Anpassungsmaßnahmen aller beteiligten Parteien Bestandteil der Gesamtbewertung einer vorgeschlagenen Maßnahme.

Um auch bei einem Herzinfarkt der Marktdisziplin möglichst viel Geltung zu verschaffen, bietet sich eine Staffelung bankaufsichtsrechtlicher Vorgehensweisen an.

*1. Ebene: Marktkonforme Lösungen mit staatlicher Mitwirkung.*

Zu diesen Maßnahmen gehören

- die staatlich angeregte Übernahme des notleidenden SIFIs durch einen oder mehrere andere SIFIs zum Marktpreis, mit Absicherung potentieller rechtlicher Probleme durch Behörden<sup>4</sup>,
- die Übertragung von Teilen der Aktiva und der Passiva der Bank zu Marktpreisen auf eine Brückenbank,
- die staatliche Übernahme von Teilen der Aktiva, die Zuführung staatlichen Eigenkapitals zu Marktpreisen sowie die sonstige staatliche Übernahme von Risiken auf der Aktiv- oder Passivseite zu Marktpreisen. Allerdings sind häufig die Marktpreise in der Krise hoch volatil, so dass die Umsetzung schwierig werden kann. Auch sind die Marktpreise in Erwartung staatlicher Unterstützung verzerrt;
- die Umwandlung von Teilen des Fremdkapitals in Eigenkapital zu Marktpreisen.

*2. Ebene: Marktferne Lösungen mit staatlicher Mitwirkung*

Hierbei können dieselben Maßnahmen wie bei marktkonformen Maßnahmen eingesetzt werden, jedoch ohne Abrechnung zu Marktpreisen. Dies schließt eine Vergütung für Unterstützungsmaßnahmen nicht aus, aber die Vergütung ist nicht marktgerecht. Z. B. wurde die Hypo Real Estate verstaatlicht, ohne dass der Staat für die damit verbundenen Lasten eine entsprechende Gegenleistung erhielt. Auch die Übernahme der IKB durch die staatliche KfW hat den Staat erheblich belastet. Ebenso hat die Garantie aller Bankeinlagen durch die Bundesregierung im Oktober 2008 die Einleger begünstigt, zu Lasten des Steuerzahlers. Bei der Restrukturierung eines notleidenden SIFI wird es ebenfalls zu einer Subvention kommen, wenn es nicht gelingt, eine Brückenbank ohne staatliche Mittel aufzubauen.

Ebenso wichtig wie die Unterscheidung von marktkonformen und marktfernen Maßnahmen ist es, Maßnahmen ohne und solche mit einem abgegrenzten Destinatärkreis zu unterscheiden. Der Destinatärkreis einer Maßnahme ist der Kreis von natürlichen oder juristischen Personen,

---

<sup>4</sup> Zum Beispiel geben staatliche Behörden grünes Licht für die rasche Übernahme einer gefährdeten Bank durch eine andere Bank, ohne dass zuvor die rechtlichen Voraussetzungen im Einzelnen geprüft werden.

die durch diese Maßnahme begünstigt werden sollen. *Marktkonforme* Maßnahmen begünstigen keinen abgegrenzten Destinatärkreis, da es sich um einen freiwilligen Tausch ohne Vermögensumverteilung handelt. *Marktferne* Maßnahmen sind indessen häufig mit staatlicher Unterstützung verbunden. Hierbei spielt der Destinatärkreis eine Rolle. Tendenziell wird die Belastung des Steuerzahlers umso größer, je größer der Destinatärkreis ist, je mehr also das Gießkannenprinzip zur Anwendung kommt. Bei einer Reorganisation sollte daher der Destinatärkreis klein gehalten werden. Dies soll an Beispielen verdeutlicht werden.

- 1) Der Staat übernimmt Risiken auf der Aktivseite des gefährdeten SIFIs. Dabei kann er wählen zwischen
  - Risiken *emittentenspezifischer* Assets (z.B. Forderungen gegen andere SIFIs)
  - Risiken von Assets einer bestimmten *materiellen Kategorie*, z.B. Verbriefungstranchen von mortgage-backed loans, ähnlich einem Instrument im US-amerikanischen TARP (troubled asset relief program).
- 2) Der Staat übernimmt Risiken auf der Passivseite des gefährdeten SIFIs. Dabei kann er wählen zwischen
  - Risiken *gläubigerspezifischer* Verbindlichkeiten (z.B. garantiert der Staat die Rückzahlung aller Anleihen, die von anderen SIFIs gehalten werden),
  - Risiken *aller* Verbindlichkeiten einer bestimmten rechtlichen Kategorie, z. B. aller vorrangigen Schulden.
- 3) Der Staat bringt staatliches Eigenkapital zu günstigen Sonderkonditionen ein.

Wenn der Staat auf der Aktiv- oder Passivseite emittentenspezifisch bzw. gläubigerspezifisch eingreift, kann er sich auf systemisch relevante Forderungen und Verbindlichkeiten beschränken und so den unmittelbaren Destinatärkreis auf SIFIs einschränken. Wenn er dagegen Risiken aller Assets einer bestimmten materiellen Kategorie übernimmt, begünstigt er im Allgemeinen *sämtliche* Kapitalgeber der Bank, die Ausfallrisiken tragen. Dies trifft allerdings auch bei der Übernahme von Risiken *emittentenspezifischer* Assets zu. Wenn der Staat nämlich Forderungen gegen andere SIFIs garantiert, kommt dies vor allem den Kapitalgebern der Bank zugute, die diese Assets hält. Eine Übernahme von Risiken auf der Aktivseite kommt daher stets einem großen Destinatärkreis zugute. Sie läuft folglich dem Ziel, den Steuerzahler möglichst wenig zu belasten, zuwider.

Dies gilt ebenso für die staatliche Übernahme von Risiken einer bestimmten Kategorie von Verbindlichkeiten, die unabhängig davon erfolgt, ob es sich um SIFIs handelt oder nicht. Wenn der Staat Eigenkapital zu Sonderkonditionen bereitstellt, werden ebenfalls *sämtliche* Kapitalgeber der Bank, die Ausfallrisiken tragen, begünstigt. Als Ergebnis lässt sich daher festhalten: Um den Steuerzahler möglichst wenig zu belasten, sollte der Staat nur Risiken bestimmter gläubigerspezifischer Verbindlichkeiten übernehmen.

Eine selektive Risikoübernahme des Staates kann indessen gezielte Versuche von Marktakteuren begünstigen, den Steuerzahler auszubeuten. Erzeugt eine selektive Risikoübernahme *Arbitragemöglichkeiten*, die das Ziel „Minimierung der Lasten des Steuerzahlers“ unterlaufen? Werden z.B. nur Verbindlichkeiten eines SIFIs gegenüber anderen SIFIs geschützt, dann werden andere Gläubiger ihre Kredite nicht direkt an den SIFI geben, sondern indirekt unter Einschaltung eines anderen SIFI. Der Anreiz besteht für sie darin, sich mit den beteiligten SIFIs den Vorteil aus der staatlichen Garantie zu teilen. Bei direkter Kreditvergabe entfielen dieser. Die Bevorzugung von SIFIs schafft somit Anreize, Geschäft bei diesen zu konzentrieren und damit das Ziel „Sicherstellung eines Level Playing Field für Banken, Vermeidung von Geschäftskonzentration bei SIFIs“ zu unterlaufen.

Zudem könnten SIFIs versuchen, durch reziproke Kreditvergabe („Kreditreiterei“) mehr staatliche Unterstützung in der Krise zu erzwingen. Dem kann der Staat durch ein Netting von wechselseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten begegnen: Der Staat beschränkt seine Unterstützung auf die Nettoverbindlichkeit eines SIFI gegenüber einem anderen. Dieses bilaterale Netting mag rasch umsetzbar sein. Mehrere SIFIs könnten jedoch dieses bilaterale Netting durch multilaterale Kreditreiterei umgehen. Die Durchführung des Netting ist dann erheblich komplizierter und kann eventuell nicht ausreichend schnell umgesetzt werden.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass bei einem Herzinfarkt in der ersten Stufe nur marktkonforme Maßnahmen eingesetzt werden sollten, um das Problem zu bereinigen. Gelingt dies nicht, dann sollten in der zweiten Stufe marktferne Maßnahmen genutzt werden die den Steuerzahler möglichst wenig belasten. Dementsprechend sollten nur gläubigerspezifische Verbindlichkeiten eines SIFIs staatlich unterstützt werden. Dieses Vorgehen löst allerdings Arbitragetransaktionen zu Lasten des Steuerzahlers aus; auch kann es schwierig sein, die zu begünstigenden Verbindlichkeiten genügend schnell zu identifizieren. Daher ist dieses Vorgehen noch zu diskutieren.

Nach diesen eher grundlegenden Überlegungen sollen verschiedene Wege konkreter erörtert werden. Dazu ist es hilfreich, zuvor kurz auf die bereits vorhandenen gesetzlichen Regeln einzugehen.

### 3.3 Das deutsche Bankenrestrukturierungsgesetz

In Deutschland ist das Gesetz zur Bankenrestrukturierung (Restr Ges) am 1.1.2011 in Kraft getreten. In den USA schreibt der Dodd-Frank Act die Entwicklung eines Bankenrestrukturierungsrechts vor. Der Europäische Vorschlag für eine entsprechende Richtlinie (EU-Vorschlag 2012) wurde am 6. 6. 2012 publiziert. Das deutsche Gesetz nutzt verschiedene Instrumente:

1. Es sieht ein Verfahren zur Sanierung und, falls dieses nicht genügt, ein Verfahren zur Reorganisation von Kreditinstituten vor. Das Reorganisationsverfahren setzt eine Gefährdung der Stabilität des Finanzsystems voraus.
2. Das Gesetz gibt der Aufsicht vor einem Insolvenzverfahren rechtliche Instrumente zum frühzeitigen Eingreifen und zur Krisenbewältigung an die Hand. Dabei wirkt auch die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung mit.
3. Aus Beiträgen der Kreditinstitute, die im Sinne einer Systemrisikoabgabe bemessen werden, soll ein Restrukturierungsfonds aufgebaut werden, dessen Mittel für die Restrukturierung von SIFIs eingesetzt werden können und damit den Steuerzahler entlasten.

Diese Regeln des Restrukturierungsgesetzes sind gemeinsam mit den §§ 48 a-s des KWG zu lesen, die nach § 23 Restr Ges in das KWG eingefügt wurden. Danach hat die BaFin weitgehende Eingriffsrechte gegenüber Kreditinstituten bei Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems. Auch wenn das Restrukturierungsgesetz die Initiative für ein Sanierungs- oder Reorganisationsverfahren dem Management der betroffenen Bank zuweist<sup>5</sup>, so kann dieses ein von der BaFin initiiertes Verfahren wohl nicht verhindern.

§§ 48a -48s sehen eine weitgehende Ermächtigung der Aufsichtsbehörde zur Ausgliederung einzelner Vermögens- und Schuldenpositionen eines SIFIs vor. Hierdurch kann eine Aufspaltung in eine staatlich gesicherte (und ggfs. mit werthaltigen Vermögenstiteln unterlegte) Brückenbank (good bank) und eine Rest- oder Altbank erreicht werden. Systemrelevante Forderungen und Verbindlichkeiten können auf die Brückenbank übertragen

---

<sup>5</sup> Die mit dem Verfahren implizierten Einschränkungen der eigenen Handlungsmöglichkeiten lassen es als unwahrscheinlich erscheinen, dass ein Managementteam sich diesen freiwillig unterwirft.



werden. Auf diese können sich Stabilisierungsmaßnahmen fokussieren. Die nicht systemrelevanten Teile können bei der Altbank verbleiben und ggf. im Rahmen eines Insolvenzverfahrens abgewickelt werden. Das Restrukturierungsgesetz schreibt vor, dass bei der Übertragung von Rechten und Pflichten zwischen den beiden Bankteilen eine angemessene Entschädigung zu leisten ist. Insoweit wird der Rechtsstellung der beteiligten Parteien indirekt Rechnung getragen.

Ein in Übereinstimmung mit den Vorschriften des Restr Ges übermittelter Reorganisationsplan soll keine Zweifel daran bestehen lassen, dass er geeignet ist, die Bestandsgefährdung rechtzeitig abzuwenden (§48c (2) KWG). Auf diese Weise soll eine unmittelbare Stabilisierung einzelner Institute bei gleichzeitiger Inhaftungnahme der Gesellschafter und einzelner Gläubigergruppen möglich werden. Das Gesetz lässt viele Details der materiellen Vorgehensweise bei einer Reorganisation offen, enthält jedoch in Analogie zum Insolvenzrecht zahlreiche Vorschriften zur Abstimmung über und zur Annahme des Reorganisationsplans sowie zu den Rechten der Gesellschafter und verschiedener Gläubigergruppen. So kann in die Rechte von Gläubigergruppen eingegriffen werden, aber nur bei mehrheitlicher Zustimmung der einzelnen Gläubigergruppen. Unter strengen Bedingungen kann von diesem Erfordernis gemäß § 19 (2) Restr Ges abgewichen werden.

Jedoch können die Gesellschafter, deren Eigentumsrechte durch das Grundgesetz geschützt werden, weitgehend entmachtet werden. In schweren Fällen einer Gefährdung des Finanzsystems – in §19(4) Ziff. 2 spricht das Restrukturierungsgesetz von „erheblichen negativen Folgeeffekten bei anderen Instituten des Finanzsektors und einer Instabilität des Finanzsystems“ – gilt die Zustimmung der Gesellschafter zum Reorganisationsplan als erteilt, wenn die vorgesehenen Maßnahmen geeignet, erforderlich und angemessen sind, diese Gefährdung des Finanzsystems zu verhindern. Dies erscheint marktkonform. Denn durch die Notlage sind die Eigentumsrechte der Gesellschafter weitgehend entwertet worden, so dass ihre wirtschaftliche Haftung weitgehend ausgehöhlt worden ist. Ihre Haftung und Verfügung divergieren besonders stark, wenn ihre normalen Einwirkungsrechte auf die Geschäftsführung weiter bestehen. Mit der Entmachtung der Gesellschafter korrespondiert die Zuweisung von Geschäftsführungsrechten an die BaFin und den gerichtlich bestellten Reorganisationsberater. Die Regeln zur Entmachtung der Gesellschafter im Restrukturierungsgesetz finden eine Ergänzung im „Gesetz zur Verstaatlichung von Banken“.

Insgesamt stellt das Restrukturierungsgesetz einen ernsthaften Versuch zur Verhinderung einer systemischen Krise dar. Bei akuter Gefahr muss nicht mehr durch die langwierigen Stufen eines Insolvenzverfahrens gegangen werden. Es bleibt indessen völlig offen, wann und wie der Staat mit finanzieller Unterstützung eingreifen soll.

#### **4. Ausgewählte Probleme der genannten Vorgehensweisen**

In diesem Abschnitt werden einige ausgewählte Probleme aufgegriffen, die sich bei der Umsetzung der bereits genannten Grundsätze und Desiderate ergeben können. Dabei beginnen wir wieder mit der zeitlich verzögerten Bankenkrise, der Agonie, und setzen uns kritisch mit dem Instrument des seit kurzem auch auf europäischer Ebene genutzten Stresstests auseinander. Im Vordergrund steht die Frage, ob von einem regelmäßig durchgeführten und transparenten Stresstest überhaupt erwartet werden kann, dass er das Vertrauen von Marktteilnehmern untereinander (wieder-) herstellen kann. Im zweiten Teil dieses Kapitels wenden wir uns der abrupten Bankenkrise zu. Der dritte Teil geht schließlich auf die Schwierigkeiten einer Restrukturierung für grenzüberschreitend aktive Finanzinstitute ein.

##### **4.1 Agonie**

Während bei einer abrupten Bankenkrise nur Notfall-, also ex-post Maßnahmen zur Verfügung stehen, sollte bei einer Agonie die Prophylaxe, also die ex ante-Verhinderung einer Bankenkrise, im Vordergrund stehen. Wie bereits erörtert, soll das Baseler Regelwerk hierzu einen wichtigen Beitrag leisten. Da dieses für alle Banken gelten soll, macht es Sinn, dieses Regelwerk nicht so streng zu gestalten wie das für SIFIs. Daher gilt für SIFIs eine verschärfte Regulierung. Ein wesentlicher Ansatzpunkt hierfür sind die bereits angesprochenen Stresstests, denen SIFIs unterworfen werden. Im Folgenden soll daher erörtert werden, in wieweit Stresstests geeignet sind, einer Agonie vorzubeugen.

Die Idee der Stresstests basiert auf den positiven Erfahrungen, die in den USA 2008 gemacht worden sind (Quagliariello 2009, Borio/ Drehmann 2009). Damals wurde ein von den Banken als unerwartet eingestuftes Gefährdungsprofil von Seiten der Aufsicht festgelegt und die Institute wurden verpflichtet, ihre Verlustabsorptionsfähigkeit nach einem einheitlichen Messverfahren anzugeben. Auf diese Weise erfuhr die Aufsicht (und die Öffentlichkeit) von der Widerstandsfähigkeit einzelner Institute angesichts eines Schocks vordefinierter Stärke.

Auf Basis der Stressergebnisse wurden die betroffenen Institute im Falle einer (hypothetischen, durch den Stresstest nahegelegten) Kapitalunterdeckung gezwungen, neues privates Eigenkapital aufzunehmen oder eine staatliche Beteiligung in der notwendigen Höhe hinzunehmen. Gemäß dem Emergency Economic Stabilization Act von 2008 erwarb das US-Schatzamt zwangsweise senior preferred stock und warrants von den neun größten US-Banken, um so deren Haftungskapital zu stärken. Die akute Bankenkrise in den USA wurde auf diesem Wege vermieden.

Die europäische Bankenaufsicht, die bisher über nur wenige Kompetenzen verfügt, hat im Jahre 2011 begonnen, die wichtigsten europäischen Finanzinstitute einem standardisierten Stresstest zu unterziehen, um ihnen sodann auf der Basis des Testergebnisses ggf. eine Kapitalerhöhung oder eine kompensierende Verminderung ihrer riskanten Aktiva vorzuschreiben.

Ein solcher Stresstest ist allerdings einer Reihe von Kritikpunkten ausgesetzt, selbst wenn man einen reibungslosen Ablauf und für alle Beteiligten rechtzeitig bekannte Parameterwerte unterstellt – diese Bedingungen waren bei dem Stresstest vom Juli 2011 offenbar verletzt. Tatsächlich steht dieses Konzept eines Stresstests vor großen methodischen Schwierigkeiten.

- Zum einen ist die Aufsicht in der Festlegung der Stresstest-Anforderungen nicht so frei, wie es scheint. Die Eingrenzung der Parameterwahl resultiert aus den nicht-intendierten Konsequenzen eines sich als zu hart erweisenden Stresstests. Fallen nämlich viele Institute gleichzeitig durch, dann könnte es am Markt zu einem Run auf die betroffenen Banken kommen. Zugleich kann der Interbankenmarkt zum Erliegen kommen – und damit genau die systemische Krise eintreten, die mit Hilfe des Stresstests eigentlich vermieden werden sollte. In Antizipation dieser Stresstest-erzeugten Bankenkrise wird die Aufsicht bemüht sein, die Stressparameter gerade so zu wählen („zu kalibrieren“), dass allenfalls eine kleine Zahl von systemisch relevanten Banken die Kapitalanforderungen nicht erfüllt. Tatsächlich informiert der Stresstest weniger über die absolute Stabilität des Bankensystems – sondern vielmehr informieren die Stresstestparameter über ein Szenario, welches das betrachtete Bankensystem gerade noch aushalten kann.
- Ein rationaler Markt wird dieses Kalkül der Aufsicht antizipieren. Man weiß also schon vorher, dass der Stresstest gewissermaßen auf die tatsächliche Situation der Banken zugeschnitten ist – damit kein zu schlechtes Stresstestergebnis verkündet

werden muss. Als Folge hiervon kann das ermittelte Stresstestergebnis nur sehr eingeschränkt die ihm zugedachte Funktion der Vertrauensbildung zwischen Banken erfüllen.

- Die betroffene Bankenaufsicht (hier die EBA) befindet sich damit in einer unangenehmen Zwangslage. Da angekündigt, muss sie Stresstests durchführen (weil ein Unterlassen auch eine negative Nachricht für den Markt wäre). Zugleich kann der Stresstest aber kein wirkliches Vertrauen zwischen den beteiligten Banken begründen.
- Als wesentliche Schwachstelle der Tests erweist sich bei näherem Hinschauen die Transparenzregel, wonach die Testergebnisse öffentlich bekannt zu machen sind. Der Verlust an Glaubwürdigkeit der Testergebnisse ist wie gezeigt eine Folge der Transparenz. Würden Stresstest und Ergebnis geheim gehalten, ähnlich wie bei den von der nationalen Bankenaufsicht bei einzelnen Banken unregelmäßig durchgeführten Stresstests, dann könnten die Stresstestparameter ausschließlich entsprechend dem Zweck der Tests gewählt werden. Geheimhaltung von Testdurchführung und Stresstestergebnis würden den Stresstest informativer, weil ehrlicher machen. Hier stehen Transparenz und Stabilität in einem Spannungsverhältnis zueinander.

## 4.2 Abrupte Bankenkrise („Herzinfarkt“)

In diesem Abschnitt wenden wir uns Instrumenten zu, mit deren Hilfe im Falle der plötzlichen Krise eines einzelnen SIFI seine Stabilisierung erreicht und eine Ausbreitung der Krise vermieden werden soll. Während der erste Teil sich mit der Wandlung von Fremd- in Eigenkapital befasst, behandelt der zweite Teil Probleme, die sich bei staatlicher Haftungsübernahme ergeben können. Beide Abschnitte führen zu Gestaltungsempfehlungen für zukünftige Restrukturierungsordnungen, wie die der Europäischen Union.

### 4.2.1 Debt-Equity Swaps als Instrument der Krisenintervention

Wir gehen von einer vereinfachten Struktur der Passivseite der Bilanz des SIFIs aus:

- Tier I-Eigenkapital
- Tier II-Eigenkapital
- Nachrangige Verbindlichkeiten, soweit nicht in Tier II-Eigenkapital enthalten
- Vorrangige Verbindlichkeiten

## – Einlagen

Verbindlichkeiten aus Derivaten seien vereinfachend<sup>6</sup> in diesen Positionen bereits enthalten. Es kann als unstrittig gelten, dass zuerst die diversen Eigenkapitalgebergruppen haften sollten, sodann die Gläubiger nachrangiger Verbindlichkeiten und schließlich die Gläubiger vorrangiger Verbindlichkeiten. Einleger werden grundsätzlich geschützt, wenn auch mit einem Limit pro Person. Da nachrangige Verbindlichkeiten, die zum Tier II-Eigenkapital gehören, eigenkapitalähnliche Eigenschaften aufweisen, können sie bei der Haftung nicht verschont bleiben.

Eine partielle Umwandlung von nachrangigem Fremd- in Eigenkapital bietet sich an, um das Haftungskapital zu stärken (zum „bail-in“ siehe auch EU-Vorschlag 2012). So kann der Reorganisationsplan nach dem deutschen Restrukturierungsgesetz einen Debt-Equity-Swap vorsehen, allerdings nur mit Zustimmung der betreffenden Gläubigergruppe. Dies liegt nahe bei Hybridkapital, das Elemente von Eigen- und Fremdkapital vermischt, wie z. B. bei Contingent Convertible Capital (Cocos). Auf diese Weise kann Tier II-Kapital in Tier I-Kapital umgewandelt werden. Auch bei anderem nachrangigen Fremdkapital ist eine solche Umwandlung vorstellbar. Auf diese Weise wird zwar das Tier I-Haftungskapital des SIFIs erhöht, allerdings werden keine finanziellen Mittel zugeführt. Stattdessen besteht der liquiditätswirksame Vorteil in einer Krisensituation im sofortigen Wegfall der Zinszahlungen auf das gewandelte Kapital. Ersatzweise entstehende Residualgewinnanteile sind in der Krise wenig werthaltig – Gewinnausschüttungen entfallen vorläufig.

Schwierigkeiten kann die Gestaltung der Umwandlungsmodalitäten bieten. Auch die betragsmäßige Fixierung des so gewonnenen Haftungskapitals wirft zahlreiche Fragen auf. Wenn das zu wandelnde Fremdkapital durch Verluste des SIFIs bereits stark entwertet worden ist, dann kann nur ein Bruchteil als neues Haftungskapital gerechnet werden. Ein Vorteil eines Debt-Equity Swap ist, dass er ohne staatliche Unterstützung vollzogen werden kann. Es handelt sich um eine marktkonforme Maßnahme, sofern der Debt-Equity Swap nicht Vermögen zwischen den Kapitalgebern umverteilt. Der Eingriff in Gläubigerrechte steht dem nicht entgegen, wenn bereits bei der Aufnahme dieses Fremdkapitals die Bedingungen für einen Debt-Equity Swap gesetzlich oder vertraglich fixiert sind.

---

<sup>6</sup> Diese Vereinfachung ist nicht unproblematisch. Eine Unterscheidung von Käufern und Verkäufern nach SIFI und Nicht-SIFI kann schwierig sein, da dasselbe Derivat häufig in einer Sequenz von Transaktionen mehrfach zwischen SIFIs und Nicht-SIFIs gehandelt wird.

#### 4.2.2 Maßnahmen mit staatlicher Unterstützung

Wie kann die Hilfe des Staates, die bei einem Herzinfarkt in sehr kurzer Zeit beschlossen und kommuniziert werden muss, aussehen? Zu den marktkonformen Maßnahmen gehören die Aufnahme von neuem privaten Kapital sowie die Veräußerung risikohaltiger Assets auf dem Kapitalmarkt. Diese Maßnahmen kommen allerdings bei einem Herzinfarkt nicht in Frage, da der zeitliche Rahmen für die Restrukturierung auf maximal wenige Tage beschränkt ist. Da die Eindämmung des systemischen Risikos im Allgemeinen die Beschaffung neuer Haftungsmittel oder neuer Garantien von außen innerhalb sehr kurzer Zeit erfordert, können diese Maßnahmen häufig nur mit staatlicher Hilfe umgesetzt werden, also mit Mitteln des Steuerzahlers. Damit kommen wir auf die Wege staatlicher Hilfe zurück, die bereits erörtert wurden.

Staatliche Übernahme von Asset-Risiken und Bereitstellung neuen Haftungskapitals wären unproblematisch, wenn der Staat Vermögenspositionen bzw. neues Haftungskapital jederzeit zu verlässlichen Marktpreisen übernehmen könnte. Jedoch sind die Marktpreise für Haftungskapital oder andere Stützungsmaßnahmen in einer Krise wenig aussagefähig. Zu groß ist die Unsicherheit über die Zukunft des SIFIs, über die anstehende Restrukturierung und über die Lastenverteilung. Daher können die Marktpreise nicht als informationseffizient gelten. Hierfür ist nicht nur die hohe Unsicherheit, sondern vor allem auch die Tatsache verantwortlich, dass die in der Öffentlichkeit erwarteten Rettungsmaßnahmen am Markt eingepreist werden. Mit anderen Worten, die hier betrachteten Preise von bspw. Bankanleihen oder von Kreditausfallversicherungen spiegeln weniger die tatsächliche wirtschaftliche Schieflage wider, sondern sie reflektieren die aufgrund einer zukünftigen staatlichen Rettungsaktion stabilisierte Rückzahlungserwartung.

Gibt es keine verlässlichen, unverzerrten Marktpreise, dann bietet sich bei der Übernahme von Asset-Risiken eine ex post-Abrechnung an, so wie sie auch bei den beiden deutschen Bad Banks praktiziert wird. Dabei übernimmt der Staat das Verlustrisiko von bestimmten Vermögensklassen und erhält gegen den überlebenden Teil des SIFI einen vorrangigen Anspruch auf Zahlungen aus erwirtschafteten Gewinnen zur Deckung der Verluste, die er tatsächlich erlitten hat. Das effektive Risiko, das der Staat übernimmt, bemisst sich dabei auch nach dem Gewinnrisiko des überlebenden Teils des SIFI. Dafür könnte der Staat dem SIFI eine Risikoprämie in Rechnung stellen. Damit ließe sich Marktkonformität weitgehend sichern.

Das Ausmaß staatlicher Unterstützung ist nicht zu trennen von der Frage, inwieweit Verbindlichkeiten in die Haftung einbezogen werden sollen. Je mehr Verbindlichkeiten von

Haftung verschont werden, desto mehr staatliche Unterstützung wird benötigt. Sollen Verbindlichkeiten voll in die Haftung einbezogen werden, auch wenn andere SIFIs Gläubiger sind?

Wie bereits ausgeführt, sollten gemäß dem Ziel, den Steuerzahler möglichst wenig zu belasten, nur SIFIs protegiert werden. *Dagegen* spricht die Einladung zu Arbitrage-Transaktionen, durch die der Steuerzahler ausgebeutet wird, etwa indem SIFIs besonders riskante Positionen eingehen. Auch erscheint die Vorgabe, nur SIFIs zu schützen, bei der starken Vernetzung von Banken fragwürdig. Wenn ein Nicht-SIFI Gläubiger ist, der seinerseits in erheblichem Umfang bei einem anderen SIFI verschuldet ist, dann könnte der Ausfall des Nicht-SIFIs zum Domino-Ausfall des anderen SIFIs führen<sup>7</sup>. Es dürfte im Einzelfall schwierig sein, rasch herauszufinden, ob hinter einem Gläubiger effektiv ein SIFI oder ein Nicht-SIFI steht. Somit zeigt sich, dass die Unterscheidung zwischen SIFIs und Nicht-SIFIs zwar einerseits wünschenswert ist, andererseits aber verschiedene Probleme aufwirft. Bedenkt man den großen Zeitdruck, unter dem bei Herzinfarkt gearbeitet werden muss, dann spricht daher einiges dafür, auf die Unterscheidung von SIFIs und Nicht-SIFIs vollständig zu verzichten und stattdessen den systemischen Zusammenhang zwischen Finanzinstituten in den Vordergrund der Betrachtung zu stellen.

Sollte dieser Verzicht als gängige Regel bekannt werden, taucht allerdings das nächste Problem auf. Die SIFIs werden dann – sofern sie in der Emissionspolitik frei sind – nur noch Fremdkapital in staatlich garantierter Form begeben. Da dies nahezu risikofrei ist, senkt dies die Refinanzierungskosten des SIFIs erheblich. Es kommt zu massiven Wettbewerbsverzerrungen zwischen SIFIs und Nicht-SIFIs. Ebenso wird vermutlich das Europäische Beihilferecht verletzt. Eine allgemeine staatliche Garantie bestimmter Verbindlichkeiten von SIFIs ist daher weder vorstellbar noch erstrebenswert.

Trifft dies zu, dann stellt sich die nächste Frage: Ist es vorstellbar, dass bestimmte Arten von Verbindlichkeiten eines SIFIs nur zu einem bestimmten Anteil, z.B. 85 %, vom Staat garantiert werden? Das schaltet die Beihilfeproblematik teilweise aus. Gleichzeitig bleibt offen, ob damit die notwendige Beruhigung des Kapitalmarkts gesichert werden kann. Außerdem ist zu klären, in welcher Form die quotale Haftung der Gläubiger ausgestaltet ist.

---

<sup>7</sup> Hier zeigt sich die Problematik der Unterscheidung von SIFIs und Nicht-SIFIs. Diese Unterscheidung ist dann und nur dann problemlos, wenn es keine Geschäftsverbindungen zwischen SIFIs und Nicht-SIFIs gibt. Die möglichen engen Netzwerkverbindungen zwischen beiden Gruppen geben jedoch Anlass zu der Befürchtung, dass auch der Ausfall von Nicht-SIFIs systemische Risiken erzeugen kann.

Es macht einen Unterschied, ob sich die Mithaftung von SIFIs auf 15% der Gesamtverbindlichkeiten oder 15% einzelner Kategorien von Verbindlichkeiten einer gefährdeten Bank bezieht<sup>8</sup>.

Sind mehrere SIFIs in prekärer Lage, dann könnte auch ein Ausfall von 15 % bestimmter Forderungen gefährliche Domino-Effekte auslösen. Hiermit wird ein Problem deutlich, das bisher nicht angesprochen wurde. Wenn die Bankaufsicht bei einer plötzlichen Bankkrise rasch tragfähige Lösungen finden will, müsste sie einen aktuellen Überblick über das Netzwerk von SIFI-Forderungen und Verbindlichkeiten haben. Dieser würde eine Abschätzung erleichtern, inwieweit ein Teilausfall von Forderungen eine systemische Gefahr auslöst.<sup>9</sup>

Auch eine staatliche Teilabsicherung begünstigt Kredite. Hat ein SIFI die Wahl zwischen einem staatlich begünstigten und einem nicht begünstigten Kredit, so wird er stets versuchen, den begünstigten aufzunehmen, möglicherweise in hohen Volumina. Sollte daher das Volumen dieser Kredite beschränkt werden, z.B. in Form einer Leverage Ratio

Begünstigtes Kreditvolumen  $\leq \alpha$  Tier I-Eigenkapital?

Bei einer solchen Regelung würde vermutlich jeder SIFI das Limit ausschöpfen. Um dies zu verhindern, bieten sich flankierende Maßnahmen an, z.B. das Erfordernis einer Eigenkapitalunterlegung bei dem Gläubiger-SIFI oder das Erfordernis einer an den Restrukturierungsfonds zu zahlenden Risikoprämie. Das partielle Risiko, das der Gläubiger solcher Kredite trägt, würde auch Arbitrage-Transaktionen zu Lasten des Steuerzahlers weniger attraktiv machen. Insbesondere würde kaum ein SIFI einem anderen gefährdeten SIFI Kredit einräumen.

#### 4.2.2 Überlegungen zu einer glaubwürdigen Beschränkung staatlicher Risikoübernahme:

##### Die Einführung von Ankeranleihen

Zudem stellt sich die Frage nach der Glaubwürdigkeit einer Beschränkung des staatlichen Absicherungsumfangs. Das Thema „Glaubwürdigkeit“ kann nicht nur, wie bereits diskutiert, den Zweck von Stresstests vereiteln, sondern trifft auch eine Beschränkung des staatlichen Absicherungsumfangs, hier auf einen Prozentsatz von bestimmten Verbindlichkeiten des

---

<sup>8</sup> Franke/Krahen (2009b) argumentieren mit Blick auf die Strukturierung von Anleihen bei CDO-Transaktionen (collateralized debt obligations), dass nur eine ausreichend große Erstverlust-Tranche (first loss piece, equity tranche) die gewünschten Verhaltenswirkungen haben wird.

<sup>9</sup> Zur Bedeutung des Netzes von Beziehungen zwischen Finanzinstitutionen für die Stabilität des Bankensystems, vgl. Issing et.al. 2008, Haldane 2009.



SIFIs. Sind Ankündigungen staatlichen Handelns, die die Marktdisziplin stärken sollen, nicht glaubwürdig, so untergraben sie die Marktdisziplin durch irreführende Signale. Diejenigen, die die Signale durchschauen, werden versuchen, diejenigen auszubeuten, die die Signale falsch interpretieren. Unglaubwürdige Ankündigungen staatlichen Handelns sollten deswegen vermieden werden.

Es besteht die Grundvermutung, dass angekündigte staatliche Haftungsbegrenzungen im Falle einer sich abzeichnenden systemischen Krise unwirksam sind. Gerade weil das drohende systemische Risiko als politisch unakzeptabel gilt, kann davon ausgegangen werden, dass der letzt-garantierende Staat (oder Steuerzahler) ex post zuverlässig in die Haftung eintreten wird. Ungeschützte ex ante Begrenzungen einer staatlichen Haftungsübernahme sind daher ein gutes Beispiel für „cheap talk“, d.h. für ex post unwirksame Regeln.

Das Wort „ungeschützt“ ist von besonderer Bedeutung. Ex ante Haftungsbegrenzungen sind dann „cheap talk“, wenn sie nicht bereits im Vorfeld von einer belastbaren Sicherheit unterlegt werden. Mit anderen Worten, die angestrebte Haftungsbegrenzung des Staates für systemisch relevante Institute kann dann glaubwürdig erreicht werden, wenn bereits ex ante (1) die potentiell möglichen Ausfälle solchen Gläubigergruppen zugewiesen werden, die diese Ausfälle später auch tragen können, ohne dass es zu einer Krise kommt, und (2) diese Zuordnung am Markt bekannt ist und in der Krise unbedingt erhalten bleibt. In diesem Fall können rationale Erwartungen der Marktteilnehmer die Funktion einer Marktdisziplinierung tatsächlich erfüllen: Die so gekennzeichneten (nachrangigen) Verbindlichkeiten systemisch relevanter Banken werfen einen Coupon ab, der die Gläubiger für ihre unausweichliche Haftung auch in einer systemischen Krise kompensiert – und deswegen relativ hoch ist.

Soll eine Beschränkung staatlicher Risikoübernahme glaubwürdig sein, dann müssen die Banken oder andere private Wirtschaftssubjekte in der Lage sein, die ihnen zugewiesenen Ausfälle zu übernehmen, ohne selbst in eine Notlage zu geraten. Hierfür stehen grundsätzlich zwei Modelle zur Verfügung. Das erste, von vielen Seiten vorgeschlagene Modell, sieht erheblich strengere Eigenkapitalanforderungen an die Banken vor. Dabei können die Eigenkapitalanforderungen an SIFIs zusätzlich verschärft werden. Diesem Modell folgt Basel III. Sind die Eigenkapitalanforderungen an Banken genügend hoch, dann können auch Banken, die nach- oder vorrangige Forderungen gegen SIFIs halten, einen partiellen Ausfall solcher Forderungen verkraften. Wenn der Staat von vornherein seine Haftung auf z.B. 85 % beschränkt, sollten die Banken in der Lage sein, ihre Geschäftspolitik darauf einzurichten und

einen Ausfall von 15 % zu verkraften. Bei diesem Modell würde die Haftung bei den mit mehr Haftungskapital ausgerüsteten Finanzintermediären ansetzen.

Das zweite Modell geht von weniger Haftungskapital der Banken aus<sup>10</sup>. SIFIs wären dann in einer Krise gefährdet, wenn ihnen hohe Ausfälle zugewiesen würden. Dann kann der Staat seine Haftung für SIFI-Verbindlichkeiten nur dann glaubwürdig beschränken, wenn die Ausfälle solcher Verbindlichkeiten *von vornherein vorbei am Bankensektor* auf institutionelle Investoren – und damit mittelbar auf private Haushalte, sowie unmittelbar auf private Haushalte – verlagert werden. Diese Gruppe von Investoren ist im Allgemeinen in der Lage, solche Ausfälle zu verkraften, ohne dadurch ihrerseits ein systemisches Risiko auszulösen. Dies gilt für institutionelle Investoren insbesondere dann, wenn sie ‚robust‘ finanziert sind, d.h. wenn ihre eigenen Verbindlichkeiten langfristiger Natur sind, sie also keine positive Fristentransformation betreiben, und deshalb kaum Liquiditätsrisiken ausgesetzt sind. Die Ausfälle sollen direkt bei ‚robusten‘ Investoren und eben nicht bei den Banken anfallen. Dies kann über sogenannte Ankeranleihen (anchor bonds) erfolgen, die als nachrangige Anleihen von Banken emittiert werden. Damit dieses Verlagerungsmodell einer glaubwürdigen direkten Haftungsübernahme durch institutionelle Investoren (und damit indirekt durch die Haushalte) und durch private Haushalte – zugleich Voraussetzung für eine Wiedergewinnung der Marktdisziplin – funktionsfähig sein kann, müssen eine Reihe von Bedingungen erfüllt sein:

- *Emissionsumfang*: Der Umfang der Haftungsübernahme ausstehender Ankeranleihen muss ausreichend groß sein, um eine systemische Krise vermeiden zu können<sup>11</sup>;
- *Halterqualifikation*: Die Verlusttragfähigkeit der Halter von Ankeranleihen muss jederzeit gegeben sein – insbesondere auch inmitten einer Bankenkrise.
- *Halteridentität*: Die zuvor genannte Halterqualifikation schränkt den Kreis potentieller Erwerber dieser Ankeranleihen auf eine Gruppe von Akteuren ein, die entweder direkt oder indirekt private Haushalte verkörpern. Neben Haushalten als Direkthalter sind dies Kapitalsammelstellen als Intermediäre. Hierzu zählen langfristig operierende Investment- und Hedgefonds, die ihre Produkte an Haushalte verkaufen, nicht aber an

---

<sup>10</sup> Die Annahme geringeren Haftungskapitals ist nicht zwingend mit dem zweiten Modell verbunden; die hier vorgestellte Verstärkung des ausfallgefährdeten („bail-inable“) Fremdkapitals lässt sich auch mit einer Verstärkung des Eigenkapitalpuffers verbinden.

<sup>11</sup> Das notwendige Volumen von Ankeranleihen könnte beispielsweise bei 20% der Bilanzsumme liegen, um einen ausreichend hohen Haftungsumfang sicherzustellen.

Banken. Pensionsfonds und Lebensversicherungen kommen ebenfalls in Betracht, wobei allerdings zu beachten ist, dass einige der von ihnen angebotenen Kontrakte eine nominelle Kapitalerhaltung vorsehen. Diese schränkt das Volumen von Ankeranleihen ein, das von solchen Kapitalsammelstellen gehalten werden kann.

- *Emissionsnotwendigkeit*: Die erwarteten hohen Kosten einer Finanzierung mittels Ankeranleihen – verursacht durch spezielle Anforderungen an die Halterqualifikation und deren hohe Aversion gegen Ausfallrisiken – können diese Refinanzierungsinstrumente in den Augen der Banken relativ zu anderen Fremdfinanzierungsinstrumenten unattraktiv machen. Doch kann die Emission einer Ankeranleihe attraktiver als die Beschaffung von Eigenkapital sein. Daher sind Wege zu prüfen, um Ankeranleihen für die emittierenden Banken und für Kapitalsammelstellen attraktiv zu machen. Dies sollte die erforderliche Emission von Ankeranleihen ermöglichen, ohne einen Emissionszwang, der auf grundsätzliche ordnungspolitische Bedenken stößt.

Alle vier Eigenschaften zusammengenommen: Emissionsumfang, Emissionsnotwendigkeit, Halterqualifikation und Halteridentität kennzeichnen ein Modell glaubwürdiger Haftungsübernahme<sup>12</sup>. Die Umsetzung erfordert für Ankeranleihen den Status eines Orderpapiers. Wir betrachten dieses – oder ein ähnliches – Modell als Voraussetzung für eine erfolversprechende Implementierung eines Bankenrestrukturierungsgesetzes mit eingeschränkter staatlicher Haftungsübernahme. Seine Bedeutung bleibt auch dann erhalten, wenn die Haftungsmittel der Banken stärker als in Basel III vorgesehen erhöht werden. Zugleich verhelfen diese vier Prinzipien für Ankeranleihen, die selbst regulatorisch durchgesetzt werden müssten, der Marktdisziplin zu neuer Geltung. Sie können daher auch als Marktrepatur angesichts systemischer Risiken angesehen werden.

Jede Regulierung erzeugt auch ihre Kosten. Bei dem vorgeschlagenen Modell zeigen sich diese u.a. bei der Marktliquidität. Die erforderliche Halterqualifikation hat Auswirkungen auf Entstehung und Funktionsweise eines Sekundärmarktes für Ankeranleihen. Der Zugang auf beiden Marktseiten ist insofern eingeschränkt, als nur Individuen und Institutionen mit Halterqualifikation handelsberechtigt sind. Auf diese Weise entsteht ein beidseitig beschränkter Markt mit tendenziell geringer Liquidität. Diese Eigenschaft wird – da ebenfalls antizipiert – den Kupon von Ankeranleihen zusätzlich verteuern; die ausstehenden Papiere

---

<sup>12</sup> In ähnlichem Sinne auch Issing et.al. (2012).

werden daher überwiegend langfristig im Portfolio gehalten werden (buy-and-hold)<sup>13</sup>. Den Banken müsste auch der Handel mit Derivaten auf diese Bank-Ankeranleihen verwehrt sein, ebenso wie der Handel von Derivaten auf hoch korrelierte Assets.

Dieses Reparaturpaket kann weitere Auswirkungen auf das Bankwesen insgesamt haben. So kann gemutmaßt werden, dass die mit dem Paket verbundene direkte Haftung privater Haushalte (im Vergleich zu einer indirekten Haftung nach dem ersten Modell) zu einem stärkeren Einfluss dieser Gläubiger in der Corporate Governance von Finanzinstituten führt. So könnten größere Investmentfonds im Gegenzug zu ihrer Haftungsübernahme auf einen Sitz im Aufsichtsrat der betroffenen Institute drängen. Ob es dadurch zu einer Verbesserung der Corporate Governance kommt, kann hier allerdings nicht weiter erörtert werden.

### 4.3 Internationale Regulierungsunterschiede

Abschließend erinnern wir an die Tatsache, dass eine wirkungsvolle Krisenvermeidung wie auch ein wirkungsvolles Krisenmanagement angesichts der weltweiten Vernetzung zwischen Volkswirtschaften und Banksystemen letztendlich nur durch ein international abgestimmtes Regelwerk gelingen kann. Hierzu leistet auch der Richtlinienvorschlag der EU zur Restrukturierung von Banken einen wichtigen Beitrag, dem zufolge die Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden unter Mitwirkung der EBA maßgeblich verstärkt werden soll (EU-Vorschlag 2012).

Gleiche Wettbewerbsbedingungen kann es in verschiedenen Ländern nur geben, wenn die rechtlichen Gegebenheiten einschließlich der Bankregulierung sowie ihre Durchsetzung ähnlich sind. Allerdings stellt sich die Frage, ob auch Banken, die sich auf das Bankgeschäft in ihrem Sitzstaat beschränken, einer einheitlichen internationalen Regulierung unterliegen sollten. Bisher denken Regierungen und Aufseher eher „national“, d.h. Regierungen sind im Allgemeinen nicht bereit Banken, die in anderen Staaten domizilieren, in einer Krise zu unterstützen. Auch die Aufseher können sich bei ihrer Arbeit über das „nationale Interesse“ nicht einfach hinwegsetzen. Das „Wohl“ der heimischen Banken sollen sie bei ihrer Arbeit berücksichtigen. Schließlich gibt es erhebliche Rechtsunterschiede zwischen Staaten. Eine internationale Bankenrestrukturierung kann daher auf große Hindernisse treffen.

---

<sup>13</sup> Wünschenswert wäre es, Kapitalsammelstellen als Käufer von Ankeranleihen zu gewinnen, die negative Fristentransformation betreiben: Wenn Ankeranleihen später durch Ausfälle entwertet werden, löst dies keine Refinanzierungsengpässe aus.

Die Europäische Union versucht, die Normen der Bankenregulierung auf europäischer Ebene zu vereinheitlichen, ebenso die Bankaufsicht, indem die nationalen Aufseher aufgefordert sind, sich in europäischen Gremien abzustimmen. Die European Banking Authority schreibt einheitliche Stresstests in der EU vor. Sie wird in ihrer Politik mitbestimmt von den nationalen Aufsehern. Schließlich spielt auch die Europäische Zentralbank in der Bankenaufsicht eine zunehmende Rolle, nicht zuletzt durch den Systemic Risk Board, den sie leitet. All dies begünstigt eine Angleichung des institutionellen Rahmens für Banken. Diese findet allerdings ihre Grenze in den Besonderheiten der nationalen Bankensysteme. Es macht wenig Sinn, unterschiedliche nationale Gegebenheiten in der Bankaufsicht zu ignorieren.

## **5. Schlussfolgerungen**

Am Anfang dieses Essays stand die Frage ob und ggfs. wie es gelingen kann, Bankenmärkte zu stabilisieren, ohne zugleich die Marktkräfte dauerhaft auszuhebeln. Hinter der Ausgangsfrage steht die Erfahrung der letzten Jahre, dass die Allgegenwärtigkeit systemischer Risiken die Staaten zu einer kaum differenzierten Absicherung großer Finanzinstitute zwingt – und damit den Steuerzahler belastet, während Bankgläubiger entlastet werden. Diese Konsequenz systemischer Risiken wird nicht nur als unfair, sondern vor allem als ineffizient angesehen, weil sie zu einer verzerrten Allokation von Kapital führt.

Wir haben bei der Beschreibung von Banken Krisen zwischen abrupten und verzögerten Krisen unterschieden und auf für beide unterschiedliche aufsichtsrechtliche Instrumente hingewiesen. Während bei verzögerten Krisen eine ausreichende Eigenkapitalquote und eine Beschränkung der zulässigen Fristentransformation angemessene Instrumente sein können – beide sind Gegenstand der geänderten Baseler Grundsätze, Basel III –, erweisen sich die herkömmlichen Instrumente des Insolvenzrechts bei einer abrupten Bankenkrise als wirkungslos. Die Gefahr einer schnellen systemweiten Ausbreitung der Krise zwingt die Staaten zu kurzfristigen, umfangreichen Rettungsaktionen.

Ein Weg zu einer Befreiung aus dieser Zwangslage schafft eine Haftungsübernahme von Gläubigern, die hohe Ausfälle tragen können, ohne dadurch eine Krise auszulösen. Diese wäre glaubwürdig und könnte die Marktkräfte als Voraussetzung einer risikobewussten Bankpolitik stärken. Wir haben uns deswegen mit der Frage beschäftigt, wie eine solche Haftungsübernahme angesichts drohender systemischer Risiken (ex-ante) glaubwürdig sein

kann. Die sich hieraus ergebenden Empfehlungen für die Emission nachrangiger Bankanleihen, die wir als Ankeranleihen bezeichnen, an einen eingeschränkten Kreis von Haltern, bezwecken nicht nur eine Eindämmung systemischer Risiken am Bankenmarkt, sondern auch einen Ersatz staatlicher durch private Haftung.

## **Literaturverzeichnis**

Borio, C., M. Drehmann (2009), "Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences", *BIS Working Paper* 284.

Europäische Kommission (2010), „Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Zentralbank vom 20. Oktober 2010 „Ein EU-Rahmen für Krisenmanagement im Finanzsektor““.

EU-Vorschlag (2012), „Vorschlag einer Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen“, 6.6.1012.

Franke, G., J. Krahen (2009a), „Instabile Finanzmärkte“, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 10, 335-366.

Franke, G., J. Krahen (2009b), "The future of securitization", in: Fuchita/Herring/Litan (Hrsg.), *Prudent lending restored: Securitization after the mortgage meltdown*, Brookings Institution, 105-161.

Haldane, A . (2009), "Rethinking the financial network", Speech delivered at the Financial Student Association, Amsterdam, April.

Independent Commission on Banking (2011), "Final Report Recommendations", London, Sept. (Vickers Report).

Issing, O. (Chair), J. Asmussen, J. Krahen, K. Regling, J. Weidmann, W. White (2008), "New Financial Order, part I: Recommendations by the Issing Committee. Preparing G-20 – Washington, November 15, 2008", White Paper #1, Center for Financial Studies.

Issing, O., J. Krahen, K. Regling, W. White (2012), "Recommendations by the Issing-Commission: Memo for the G-20 November 2011 summit in Cannes", White Paper, House of Finance Policy Platform, pp. 10-12.

Lo, A. (2012), "Reading About the Financial Crises: A 21-Book Review", Discussion paper MIT.

Quagliariello, M., ed. (2009), *Stress-testing the Banking System: Methodologies and Applications*, Cambridge (UK).