

Aufsätze

Hans-Helmut Kotz^{*)}

Nach der Krise: Neue Herausforderungen für die Bankenregulierung

Die im Sommer 2007 ausgebrochene, zunächst insbesondere nordatlantische Finanzmarktkrise, hat sich inzwischen zu einer Staatsschuldenkrise in einer Reihe von so genannten peripheren Ländern der Europäischen Währungsunion (EWU) entwickelt. Sie führte zu wortwörtlich grundlegenden Neueinschätzungen regulatorischer, aufsichtlicher und institutioneller Herangehensweisen. Das zwar seit 1999 diskutierte, aber erst ab 2007 umgesetzte bankaufsichtliche Regelwerk Basel II wurde erneut vollständig überarbeitet. Neue Überwachungs- und Kontrollinstitutionen wurden ins Leben gerufen. Mit dem Europäischen Systemischen Risikorat (oder dem U.S. Financial Stability Oversight Council) darunter auch solche, die sich um eine systemische Sicht bemühen. Im weiteren Verlauf der Euro-Krise wurden einige Ansätze bereits wieder problematisiert, wie etwa die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA), u. a. im Zusammenhang mit ihrer möglichen Rolle bei der Aufsicht innerhalb der EWU. Hier handelt es sich bei vielem um work-in-progress. Eine definitive Antwort auf die Frage, wie das Finanzsystem effektiver und robuster gemacht werden kann, wird folglich weiterhin gesucht. Die neuen Herangehensweisen, die alte Kritiken (teilweise) aufgreifen, gehen jedoch ohne Frage in die richtige Richtung.

Inhaltsübersicht

- I. Einführung: Langsamer Weg in die Krise und wachsender Handlungsdruck
- II. Kriseneindämmung: Liquiditätsmanagement und Bail-outs
- III. Krisenvorbeugung: Kontrolle von Externalitäten, Setzen von Anreizen – und neu-entdeckte alte Fragen
- IV. Neue Ansätze und weiterhin offene Fragen
- V. Fazit: Robustheit der Regulierung nimmt zu, aber auch die Heterogenität

I. Einführung: Langsamer Weg in die Krise und wachsender Handlungsdruck

Mitte September 2008 kam das nordatlantische Finanzsystem fast zum Stillstand. Die Insolvenz der Investmentbank Lehman sowie der „Nahezu-Zusammenbruch“ des (dann mittels erheblicher öffentlicher Interventionen – mehr als 180 Mrd. US-\$ –

geretteten) großen Versicherers AIG führten zu einer fundamentalen Verunsicherung. Vielen Banken, zu deren grundlegenden Aufgaben die Fristentransformation zählt – also die Vermittlung zwischen Sparern mit Vorlieben für kurzfristige Anlageperioden sowie Investoren mit längerfristigen Finanzierungsbedürfnissen – gelang die Anschlussfinanzierung ihrer Positionen nicht mehr. Vor allem jene Institute, die besonders intensiv auf den Großhandels- oder Interbankenmarkt angewiesen waren, sahen sich der Situation ausgesetzt, dass ihre typischen Finanzierungsquellen versiegt waren. Dies war der Fall, weil die vor dem (über Jahrzehnte) weitgehend unbesorgten Kreditgeber im Geldmarkt eine allzu plausible Gefahr sahen, dass ihre Forderungen nicht mehr vertragsentsprechend bedient werden könnten. Das Risiko wurde als derart gravierend eingeschätzt, dass selbst kräftige Zinsaufschläge als kein angemessener Ausgleich für diese Unsicherheit angesehen wurden. Eine Reihe von großen Kreditnehmern hatte damit keinen Zugang zu Finanzierungen. Besonders problematisch waren die Finanzierungsbedarfe europäischer Banken, die langfristige Forderungen in US-Dollar kurzfristig aus dem Euro refinanzierten, aber mit nicht mehr funktionierenden Swap-Märkten konfrontiert waren. Gleichzeitig waren potenzielle Ausleiher am Interbankenmarkt ihrerseits verunsichert. Es war allzu unklar, ob sie gegebenenfalls Zugang zu Liquidität hätten. Das wiederum erhöhte die Nachfrage nach jederzeit disponiblen Mitteln strukturell. Der Umfang der Interbankentransaktionen – über die es allerdings keine verlässlichen Statistiken gibt, da es sich um einen bilateralen, so genannten „over-the-counter“-Markt handelt – nahm, anekdotischer Evidenz zufolge, drastisch ab.

Bis dahin (und über lange Zeit) als beispielhaft angesehene Geschäftsmodelle wurden damit fundamental fragwürdig. Der Fall von Northern Rock gilt als exemplarisch (Shin 2009). Im Vorlauf zur Krise wurde diese britische Hypothekenbank oft als ein gelungenes Beispiel einer erfolgreichen, „state-of-the-art“-Institution dargestellt. Im Nachhinein wurden dagegen insbesondere der hohe Anteil der Refinanzierung – gut zwei Drittel – aus dem so genannten Nicht-Kunden (oder „wholesale“-Bereich) sowie deren Kurzfristigkeit (gut zwei Fünftel der Bilanzsumme mussten Tag für Tag refinanziert werden) als hochproblematisch deklariert. Während der Sturm der privaten Klein-Einleger auf Northern Rock im September 2007 die Bilder für den ersten „run“ auf eine britische Bank seit 1866 lieferte, fand der eigentliche Einlegersturm allerdings einen guten Monat vorher, nämlich im Interbankenmarkt statt. Er nötigte die Bank von England dazu, ihre abwartende Haltung, die in einer noch zu erörternden Diagnose begründet war, aufzugeben – und dann doch mit Notenbankliquidität (also Basis- oder Außengeld) zu intervenieren.

*) Center for Financial Studies, Frankfurt/M., Center for European Studies, Harvard und Universität Freiburg. Hier wird eine ausschließlich persönliche Auffassung vertreten. Die Abhandlung beruht auf einem Vortrag, den der Autor auf der Tagung „Banken in der Krise – Herausforderungen an Recht und Ökonomik“ an der Universität Konstanz am 27. 4. 2012 gehalten hat.

In diesem Überblicksartikel wird die Entwicklung seit 2008 in groben Zügen Revue passiert. Damit soll deutlich werden, welche Probleme die Regelsetzer adressieren wollen – und weshalb vor der Krise als zweckgerecht angesehene Antworten nunmehr als grundsätzlich unzureichend gelten. Die Reformansätze weisen eine Reihe von erheblichen Neuerungen auf – etwa die Vorschriften, die auf Einzelinstitutsebene die Zahlungsfähigkeit über einen Zeitraum von mindestens 30 Tagen absichern sollen („liquidity coverage ratio“), oder jene, die die Inkongruenz zwischen den Fristen der Mittelherinnahme und der Mittelverwendung („net stable funding ratio“) begrenzen. Insbesondere bei der institutionellen Umsetzung der Regeln sowie deren Überwachung werden gravierende Änderungen vorgesehen: So wird etwa die 1997 neu organisierte britische Finanzaufsicht (FSA), die das Rollenmodell für viele Aufsichtsreformen in den 2000ern war, wieder in die Bank von England integriert. Während der Krise hatte sich die unabdingbare Koordination zwischen der FSA und dem Ausleiher letzter Zuflucht (Bank von England) als unzureichend erwiesen. Gleichzeitig versucht man in Großbritannien, in Umsetzung von Vorschlägen der Vickers Kommission, wesentliche Bankfunktionen, die für das Funktionieren der Nicht-Finanzwirtschaft existenziell sind, gegen Instabilitäten, die aus dem Kapitalmarktgeschäft kommen, abzusichern. In den USA wird mit dem Dodd-Frank-Gesetz, das eine umfassende Re-Regulierung der Finanzmärkte anstrebt, unter anderem eine neue Variante, die Volcker'sche, der Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken eingeführt. In Europa sucht eine Kommission um den Gouverneur der Finnischen Zentralbank, *Erkki Liikanen*, eine (kontinental-europäische) Antwort auf die Frage, ob Größen- und Geschäftsfeldbeschränkungen stabilitätsfördernd sind. Hier ist im Verlauf des Sommers zudem eine Debatte über die Notwendigkeit einer so genannten Banken-Union, mindestens für den Bereich der Europäischen Währungsunion (EWU), erneut ausgebrochen.

Die Bereitschaft zu derartig grundsätzlichem Überdenken einer bislang als angemessen eingeschätzten Konzeption hat offensichtlich mit dem enormen Schaden zu tun, den, so die vielbenutzte Chiffre, „die größte Krise seit den 1930ern“ hinterlassen hat. Das sind in erster Linie nicht einmal die sehr hohen Abschreibungsbedarfe, die in den Bankbilanzen aufschienen. Der IWF veranschlagte sie zeitweise auf fast vier Billionen US-\$. Für zu viele Banken stellten dies nicht mehr zu bewältigende Anforderungen dar. Ihr Kapitalpolster war bei weitem zu knapp, um Verluste in dieser Höhe abzufedern. Das wiederum nötigte Regierungen zu stabilisierenden Interventionen, die in jeweils drei Varianten kamen: Garantien, Aufkaufprogrammen für problematische Aktiva und der Rekapitalisierung von Banken. (In Deutschland belief sich das Programm über alle, natürlich nicht miteinander direkt vergleichbaren, Instrumente auf 480 Mrd. €.) Die Eindämmung der Krisenfolgen zwang überdies zu Absicherungsmaßnahmen in Industrien jenseits des Bankensektors. Zudem wurde der Einsatz diskretionärer Konjunkturprogramme als erforderlich angesehen, also von Maßnahmen zusätzlich zu den automatischen (über das Steuer- und Ausgabensystem wirkenden) Stabilisatoren. All dies führte zu außergewöhnlichen Belastungen der öffentlichen Haushalte.

Zu den sozialen Opportunitätskosten – bewerteten Zielverzichten – rechnen neben den fragilisierten öffentlichen Haushalte, auch die erhebliche Fehlallokation von Ressourcen – und nicht zuletzt die Arbeitslosigkeit, die in Reaktion auf den Einbruch erfolgte. Diese vermag für die Betroffenen dauerhafte Folgen zu haben.¹⁾ Viele Länder haben immer noch nicht das Niveau der Ausbringung erreicht, das sie bereits 2007 hatten. Mit Verweis darauf schrieb der „Economist“: „Die fortgeschrittenen Wirtschaften haben als Folge der Krise ein Jahrzehnt verloren.“ (Economist, 25.2.2012). Das gilt für das mittlere Land, tatsächlich hat die Abwärtsspirale in einigen Ländern der europäischen Peripherie aber noch keinen Boden gefunden. Die Lücke zum Potenzial wächst weiterhin und dieses wiederum schrumpft seinerseits.

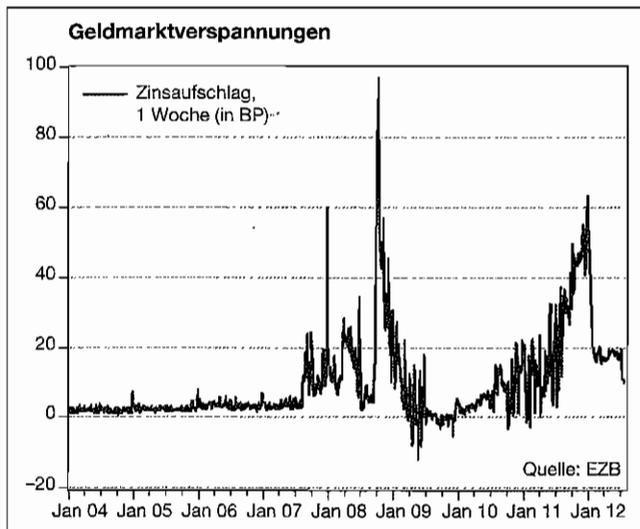
II. Kriseneindämmung: Liquiditätsmanagement und Bail-outs

Der am Interbanken-Geldmarkt ermittelte Abstand zwischen unbesicherten und mit Sicherheiten (also Wertpapieren, Kreditforderungen) unterlegten, kurzfristigen Ausleihungen (Tagesgeld, Wochengeld usw.) liefert einen bündigen Indikator für die Spannungen im Bankensystem. Solange Banken in ihrer Gesamtheit als robust galten, waren diese Aufschläge sehr gering (siehe Abbildung 1, S. 324). Das Risiko eines Ausfalls wurde praktisch nicht eingerechnet. Liquidität war, auch aus einer systemischen Sicht, problemlos, stets zu günstigen Konditionen verfügbar. Deshalb war sie auch kein Thema in den Baseler Vorschriften. Für die Sicherheit des Systems genügte es, so die dominante Argumentation, einzelne Banken gegen allfällige Risiken auf der Aktivseite ihrer Bilanz mit (risiko-entsprechendem) Eigenkapital abzusichern. Die Fristeninkongruenzen, die viele Hypothekenbanken eingingen – Northern Rock war eben keineswegs singulär –, standen deshalb auch im Einklang mit den Regeln von Basel II. Mehr noch: Liquidität war dort kein Gegenstand der Regulierung.

Die sich ausweitenden Zinsaufschläge wurden offiziell zunächst als Marktturbulenzen bezeichnet. Man setzte (hoffte) darauf, dass diese vorübergehend seien. Sie spiegelten, so die Rede, Unsicherheit, die in fehlender oder ungleich verteilter Information über die Werthaltigkeit von Aktiva begründet war – vor allem jener der strukturierten Produkten, die insbesondere, aber nicht nur, aus Forderungen auf amerikanische Hypotheken niedriger Bonität zusammengesetzt waren. Sobald klar sei, so die zunächst vorherrschende Diagnose, wer besonders betroffen sei, würde der Markt zwischen den Kreditwürdigkeiten unterscheiden können. Mit dem separierenden Gleichgewicht kehrte dann auch wieder Ruhe ein. Die Spreads würden sich im Aggregat einengen. Deshalb sollten die Aufseher dem Markt die Unterscheidungsarbeit überlassen. Einzuzugreifen galt nicht nur als wenig nützlich, sondern als problematisch. Denn es würde notwendige Sanktionen für diejenigen, die überzogen hatten, abmildern. Damit sei künftiges Fehlverhalten programmiert. Das war eine analytisch naheliegende Diagnose, die ihre Wurzeln in dem Modell von *Stiglitz* und *Weiss* (1981) findet.

1) Siehe dazu, für einen anderen Fall von Pfadabhängigkeit, *Malmendier* und *Nagel* 2011.

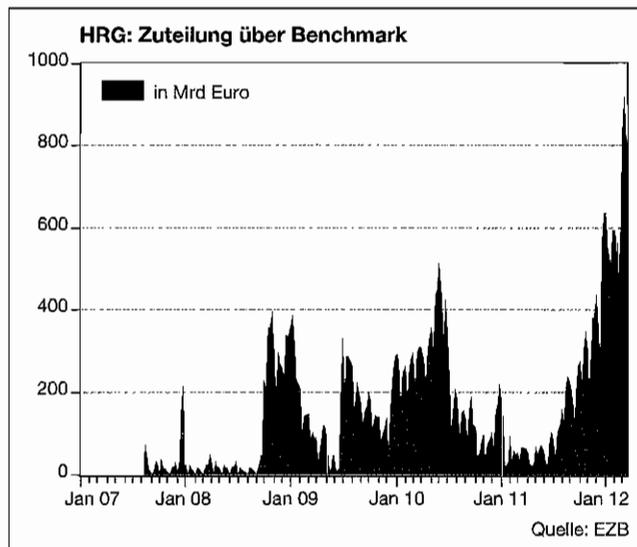
Abbildung 1: Geldmarktverspannungen – Abstand zwischen unbesicherten (Euribor) und besicherten (Eurepo) Interbankenausleihungen



Anfang August 2007 schloss dann eine französische Bank zwei ihrer Fonds mit der Begründung, dass die Aktiva keinen aufnahmefähigen Markt mehr hätten. Die fehlende Marktliquidität führte nicht nur zu erheblichen Spannen zwischen Angebots- und Nachfragekursen. Diese Spannen sind wichtige Indikatoren der „market liquidity“. Sie messen die direkten Kosten desjenigen, der handeln will. In illiquiden Märkten haben Transaktionen eine starke Wirkung auf den Preis. Das ist besonders in Krisen ein Problem, weil dann ein kollektiver Verkaufsdruck entstehen kann. Für einige strukturierte Forderungstitel brach der Markt jedenfalls vollständig zusammen. Das lag daran, dass unklar war, wie viele (und welche) Strukturierungen problematisch waren und welche Finanzinstitutionen diese hielten. Es entstand ein generalisierter Verdacht und zugleich eine allgemeine Vorliebe für Liquidität, und zwar eine Liquidität, die nicht mehr endogen (im Interbankenmarkt) zu schaffen war.²⁾ Damit wurde die Refinanzierung – „funding liquidity“ – prekär. Hier drängte sich deshalb eine Diagnose auf, die auf das Modell des Sturms der Anleger à la *Diamond* und *Dybvig* zurückgriff, allerdings in einer Variante, in der es um den Großhandels- oder Interbankenmarkt ging (Kotz 2008).

Ausgehend von dieser damaligen Minderheiten-Einschätzung stellte die Europäische Zentralbank Anfang August 2007 im Rahmen ihrer Hauptrefinanzierungsgeschäfte reichlich 60 Mrd. € mehr an Zentralbankgeld zur Verfügung (siehe Abbildung 2) als es das Bankensystem (aufgrund von Bargeldnachfrage und Mindestreserveanforderungen, der Benchmark) benötigte.³⁾ Diese Maßnahme wurde zu Anfang mit einiger Irritation aufgenommen. Tatsächlich wurde die EZB in einer renommierten britischen Tageszeitung als „panisch und hyperaktiv“ kritisiert. Im September 2007 geriet dann Northern Rock in eine durch das Institut nicht mehr steuerbare Situation. Die Gefahr der Ansteckung in den gesamten (hochkonzentrierten) Bankensektor und darüber hinaus nötigte dann auch die Bank von England zu einer außergewöhnlichen Intervention. Diese war ver-

Abbildung 2: Zuteilung der EZB im Rahmen der Hauptfinanzierungsgeschäfte über Benchmark



bunden mit einer veränderten Sicht der Lage: die *Diamond-Dybvig*-Lesart wurde zur dominanten.

Im Verlauf des folgenden Jahres kam es immer wieder zu Phasen der Beruhigung, die auch in der Abbildung 1 an den sich einengenden Zinsaufschlägen ablesbar sind. Dies führte dazu, dass die Krise mehrfach für beendet erklärt wurde. Überhaupt überwog die Hoffnung, dass auf absehbare Zeit eine Rückkehr zum Geschäft wie gewohnt möglich sei. Im Nachhinein, in Kenntnis des potenziellen Umfangs und der Fragilität der problematischen Forderungen, erscheint dies als offenkundig fragwürdig. Die für die Politikverantwortlichen relevante Perspektive ist jedoch die des ex ante. Tatsächlich akzeptierten viele erst den Ernst der Lage zeitgleich mit dem Zusammenbruch von Lehman und den daraus erwachsenden Folgen. Diese schienen während des Herbstes 2008 außer Kontrolle zu geraten.⁴⁾ Bis dahin überwog in der öffentlichen Debatte etwa in der Bundesrepublik das Argument, dass wir am Ende kaum betroffen seien. Denn es handelte sich um ein vorwiegend ameri-

2) Damit waren gravierende, hier nicht anzusprechende Folgen für die Aktivitäten der über die letzten Jahrzehnte immer bedeutsamer gewordenen Repo-Märkte verbunden. Sie wurden zu dominanten non-bank Intermediären (Gorton 2010, Geanakoplos 2010). Sie nahmen Bankfunktionen wahr, ohne den entsprechenden Regeln zu unterliegen. Offenkundig müssen sich die Regelsetzer fragen, was außerhalb des von ihnen kontrollierten Bereiches an Verhaltensänderungen ausgelöst wird.

3) Die geschah im Wege eines Festzinsgeschäftes mit Vollzuteilung. Damit sollte jede Unsicherheit über den Zugang zu Liquidität herausgenommen werden. Die Notenbanken ergriffen, nachdem die von ihnen festgelegten Leit- oder Politikzinsen an die Nullzinsgrenze gerieten, darüber hinaus außergewöhnliche Maßnahmen. Sie nutzten ihre Bilanzen als finanzstabilitätspolitische Instrumente. Dabei setzte die US-Fed sowohl auf quantitative Lockerung (Bilanzverlängerung) als auch Kreditlockerung, d. h. sie akzeptierte Sicherheiten niedrigerer Bonität gegen die Hergabe von Notenbankgeld. Die EZB kaufte nur in geringem Umfang Staatspapiere, weitete dagegen ihre Repogeschäfte (ebenfalls gegen Sicherheiten, an die geringere Anforderungen gestellt wurden) deutlich aus; siehe dazu Kotz, Nagel und Schaaf (2012).

4) Damit waren auch unmittelbar realwirtschaftliche Folgen verbunden. Grenz-überschreitende Handelsfinanzierungen gingen drastisch zurück. Der Welthandel brach sehr deutlich ein. Besonders betroffen waren davon die export-exponierten Länder wie Deutschland, Japan oder auch Korea (siehe auch CGFS 2010b).

kanisches Problem. Deshalb könnten wir uns, so die gebräuchliche Redewendung, entkoppeln. (Das war ex ante genauso unplausibel wie die vorher ebenfalls geläufige Diagnose, dass die Probleme auf die Subprime-Hypotheken beschränkt blieben, es mithin zu keinem Überschwappeffekten käme. In über Arbitrage-Beziehungen tief integrierten Märkten werden identische Produkte zügig zum gleichen Preis gehandelt.)

In den USA wurde im September/Oktober 2008 mit dem „Troubled Asset Relief Program“ ein enormes Rettungspaket (mit 12 Unterpaketen) aufgelegt, dessen Charakter sich im Verlauf (genauer: mit der Lagediagnose) deutlich wandelte – von Bilanzbereinigungspaketen zu zwangsweisen Rekapitalisierungsprogrammen, einschließlich der Rettung von Industrieunternehmen. In Großbritannien mussten drei große Banken verstaatlicht werden. Deutschland, das im Sommer 2007 als erstes mit zwei kleinen Instituten betroffen war, hatte zwar einen spürbar niedrigeren Problemdruck. Dennoch waren einige Banken in einem prekären Zustand,⁵⁾ der die Sicherungseinrichtungen und letztlich auch die öffentlichen Hände (auf Landes- und Bundesebene) zur Intervention zwang. Die Vergemeinschaftung der Haftung wurde als unabweisbar angesehen, weil ansonsten der systemische Schaden potenziell unbeherrschbar geworden wäre.

Die mit der Nötigung zum Eingriff verbundene Sozialisierung von vormals privaten Verbindlichkeiten bedeutete für einige Länder einen Anstieg der öffentlichen Schulden, der diese über die Zeit unhaltbar machte.⁶⁾ Irland, das ein besonders schnelles, nicht zuletzt politisch gefördertes Wachstum des Banksektors aufwies, ist hier ein exemplarischer Fall. Generell aber gilt, dass Länder mit einem außergewöhnlich hohen Anteil der Banken an der gesamten Wertschöpfung sich als besonders anfällig erwiesen. Diese Länder stellten – im Nachhinein – dann in den Gremien der internationalen Regelsetzung auch die anspruchsvollsten Forderungen an die künftige Regulierung. So verlangte etwa die Schweiz, im Einklang mit den während der Krise gemachten Erfahrungen, eine signifikant höhere Eigenkapitalunterlegung risikobehafteter Aktiva, den so genannten „Swiss finish“.

Jedenfalls wurde in einigen Ländern aus dem Bankproblem ein Staatsschuldenproblem. Historisch ist dies keineswegs außergewöhnlich (*Kindleberger* 1978), angesichts der Tiefe der Krise sogar eher zu erwarten gewesen. Das gilt nicht nur für einige Länder der so genannten Euro-Peripherie. Auch in den USA und Großbritannien schnellten die öffentlichen Schulden in Relation zum Einkommen, aus dem sie zu bedienen sind, in die Höhe. (Im Falle Großbritanniens von knapp unter 50 % des BIP, vor der Krise, auf reichlich 90 % in 2012; in den USA von 60 % auf mehr als 100 %.) In der EWU entstand im Verlauf der Krise zudem eine neue, problematische Konstellation – die nationalen Bankenkrise, auf die (im Rahmen der wettbewerblichen Vorgaben der EU, vor allem des Beihilferechts) nationale, Land-für-Land-Lösungen gesucht wurden, fanden vor dem Hintergrund einer supra-nationalisierten Geldpolitik statt. Dem Grunde nach emittieren die Mitgliedsländer der Währungsunion ihre Anleihen in einer fremden Währung, d. h. ohne die Rückfallposition auf einen Ausleiher letzter Zuflucht.

Damit waren sie in kritischen Situationen dem Risiko sich selbsterfüllender Liquiditätskrisen ausgesetzt – ein Punkt auf den Ökonomen schon Mitte der 1990er (mit Verweis auf die so genannte „original sin“ der Entwicklungsländer) hinwiesen. Mit der Intensivierung der Staatsschuldenprobleme ab dem Frühjahr 2011 kam es jedenfalls innerhalb der Währungsunion zu einer immer stärkeren Segmentierung der Bankenmärkte entlang nationaler, aufsichtlicher Grenzen. Die monetären Bedingungen, also die Voraussetzungen des Zugangs zu Mitteln, re-nationalisierten sich.

III. Krisenvorbeugung: Kontrolle von Externalitäten, Setzen von Anreizen – und neu-entdeckte alte Fragen

Vor dieser in groben Strichen skizzierten Kulisse wurde eine Frage für die Regelssetzer dominant: Was ist zu tun, um derartige Krisen in Zukunft zu verhindern? (Der Anspruch war nicht – angesichts der historischen Erfahrungen offenkundig illusorisch – Krisen gänzlich auszuschließen. Deren Häufigkeit und Intensität sollte allerdings deutlich verringert werden.)

In der amerikanischen Politikwissenschaft, die oft übrigens im Government Department residiert, macht man die etwas naive Unterscheidung zwischen „policies“ und „politics“. Bei ersteren geht es um das Abwägen zwischen technischen Lösungsoptionen: Welches Instrument ist, gegeben eine bestimmte Diagnose, zielführend? „Politics“ dagegen handelt von der Politikformulierung im Lichte des Vektors der beteiligten Interessen. (Das ist natürlich auch die untersuchungsleitende Perspektive der politischen Ökonomie beziehungsweise des „public choice“-Ansatzes.) Offenkundig ist der Einfluss der betroffenen Industrie im Finanzsektor besonders ausgeprägt. In einer pluralistischen Gesellschaft ist ein derartiger Einfluss üblich und durchaus legitim. Aufgrund der technischen Komplexität der Fragen ist er wohl auch unabdingbar. Dennoch sollten die Politikverantwortlichen natürlich primär die Interessen der Kunden (Verbraucherschutz, Wettbewerb) sowie der Steuerzahler im Auge haben. Es geht um die beim Zustandekommen von Vereinbarungen nicht beteiligten Dritten oder, im Jargon, um die Eindämmung von Externalitäten.

Im Folgenden interessieren wir uns jedoch, wie der Platonische Philosophenkönig, zunächst nur für Antworten auf drei technische Themen – den, erstens vor der Krise gefahrenen enormen Schuldenhebeln, zweitens, der im Nachhinein als übertrieben eingeschätzten Fristentransformation sowie schließlich, drittens, der Berücksichtigung des systemischen Risikos. Es sei eingestanden, dass Technikfragen kaum die Hälfte des Problems ausmachen. Die Umsetzung in einem durch unterschiedlich einflussmächtige Interessen geprägten Umfeld ist, wie die Politikökonomie lehrt, entscheidend. Dennoch sollte man diese zuvor geklärt haben. Schließlich sprechen wir auch knapp ein Umsetzungsthema an, nämlich die internationale Abstimmung bei der Einführung neuer Regeln.

5) Siehe für den Fall der Hypo Real Estate z. B. *Wieandt und Mönninghoff* (2011).

6) Die Schulden wurden dynamisch instabil, d. h. sofern die vorliegenden Konstellation von Wachstumsrate und Zins anhalten würde, würde die Schuldenquote (Schulden relativ zum BIP) ohne Grenze wachsen.

Das Verhältnis von risikobehafteten Aktiva zu den im Verlustfalle verfügbaren eigenen Mitteln ist für einzelne Institute die ausschlaggebende Größe im Zusammenhang mit deren Überlebensfähigkeit. Eigenkapital soll gegen unerwartete Verluste absichern. Basel II rückte dabei eine Relation in den Mittelpunkt, nämlich die Quote von Eigenkapital zu risikogewichteten Aktiva, die mittlerweile in Basel III als erheblich korrekturbedürftig gilt. Die neuen mikro-prudentiellen Anforderungen verlangen sowohl mehr Eigenkapital als auch solches von höherer Qualität, um Verluste tatsächlich abfangen zu können. Sie gehen darüber hinaus von nach der Krise als realistischer erscheinenden Risikogewichten aus. Durch die Einführung einer Maximalverschuldungsquote (der „leverage ratio“) wird zudem eingestanden, dass die Risikogewichtung der Aktiva nicht als gänzlich jenseits aller Kritik angesehen werden kann.⁷⁾ (Für strukturierte Produkte wurden ja auch bereits im Verlauf der Krise deutlich höhere Risikogewichte angesetzt.)

Berücksichtigt man die nunmehr anspruchsvollere Definition des Eigenkapitals (also die Nicht-Anerkennung von einer Reihe von hybriden Konstrukten, die sich in der Krise als nicht verlustabsorptionfähig erwiesen), dann steigen mit Basel III die Mindestanforderungen für hartes Eigenkapital von (nach neuen Ansätzen berechnet) etwa 1 % der risikogewichteten Aktiva auf 4,5 %. Hinzu kommen ein allgemeiner Absicherungspuffer von 2,5 % sowie Aufschläge von bis zu 2,5 %, die Zyklen (während Perioden außergewöhnlichen Kreditwachstums) dämpfen sollen. Schließlich wachsen die Eigenkapitalanforderungen für die Kreditinstitute mit systemischem Gewicht um bis zu 2,5 %. Das ist zu Teilen eine Kompensation für die implizite Subvention, die große, breit vernetzte Kreditinstitute in dem Ausmaß haben, in dem die Insolvenzdrohung ihnen gegenüber unglaublich ist. Daraus erwächst ein Anreiz, höhere Risiken zu nehmen. Dieser muss nicht unbedingt im so bezeichneten moralischen Wagnis (genau genommen: gegeben die Bedingungen, anreizkompatiblen Verhaltens) bestehen, das auf die opportunistische Verlagerung eines Risikos – das ex ante oft als weit weniger wahrscheinlich eingeschätzt wird – zielt. Mindestens so plausibel ist, dass sich Marktteilnehmer in einer kompetitiven Umgebung einem etablierten Trend nur schwer entziehen können. Nicht zu tanzen, während die Musik noch spielt, um ein nach der Krise berüchtigt gewordenes Bonmot aufzugreifen, ist vor der Krise individuell zu folgenreich.

Der zweite grundsätzliche Reformbedarf galt der Regulierung der minimalen Liquiditätsanforderungen. Die Banken, die erhebliche Fristentransformationsrisiken eingegangen waren, konnten in der Krise ihren Anschlussfinanzierungsanforderungen nicht mehr genügen. Deshalb hat das Baseler Aufsichtskomitee Mindestanforderungen hinsichtlich des Durchhaltens in Perioden von akutem Refinanzierungsdrucks formuliert. Hier geht es um die „liquidity coverage ratio“. Demzufolge muss der Bestand an liquiden Mitteln ausreichen, um den erwarteten Zahlungsabfluss während einer 30-Tage-Periode zu bedienen. Darüberhinaus werden Banken künftig ein Refinanzierungsprofil robusterer Qualität aufweisen müssen, dass vor allem eine geringere Abhängigkeit vom roll-over-Risiko am Wholesale-Markt anstrebt. Hier geht es um die „net stable

funding ratio“. Die verfügbaren stabilen Finanzierungsmittel (Eigenkapital, langfristige Verbindlichkeiten und verlässliche Einlagen) sollen ausreichen, um auch in einem Stressszenario die Refinanzierung zu gewährleisten. Einmal geht es um die Steuerung der Risiken, die aus illiquiden Märkten (weiten Geld-Brief/„bid-offer“-Spannen) herrühren. Zum anderen ist die Begrenzung von Fristenkongruenzen angesprochen. In der Realität treten beide Probleme zumeist gleichzeitig auf. Deshalb sehen die Regelsetzer die Vorgaben als komplementär an.

Aus der knappen Darstellung wird ein bemerkenswerter Grundzug der neuen Richtlinien deutlich: Ihnen ist eigen, dass sie eine weitgehende (wenn auch implizite) Kritik der kaum implementierten Vorgängerversion, also von Basel II, darstellen. Dieses Konzept war durch drei Säulen (Kapitalanforderungen, Aufsichtsprozess und Marktdisziplin) sowie eine dominante Philosophie gekennzeichnet. Diese bestand einmal in der Angleichung von regulatorischem und ökonomischem Eigenkapital. Damit war qua Ansatz ausgeblendet, dass das Bankmanagement systematisch ein geringeres Absicherungsniveau anstrebt als die Aufseder, die ja auch die Folgen für unbeteiligte Dritte im Auge haben sollten. Die privat optimale Kapitalstruktur entspricht eben nicht der gesellschaftlich zweckmäßigen, in der potenzielle Externalitäten mitbedacht werden. Aus der Haftungsbegrenzung der Anteilseigner (und dem damit korrespondierenden Interesse der Manager) entsteht, gegeben die asymmetrische Auszahlungsfunktion, nahezu zwingend eine Vorliebe für riskantere Projekte und zugleich einen stärkeren Schuldenhebel. Es ist deshalb ein altbekanntes Phänomen, „das Firmen in riskanten Industrien zu viele Unfälle haben und zu wenig Kapital“ (Cooter und Ulen 2012, S. 241). Daher rührt die Rechtfertigung für öffentliche Intervention, genauer: Eigenkapitalvorschriften, die mehr verlangen als aus einem individuell rationalem Verhalten zu erwarten wäre. Hinzu kommt, dass für größere Institute anspruchsvollere Eigenkapitalforderungen geboten sind, weil die Folgen der Insolvenz einer großen Bank wegen der damit verbundenen Ansteckungseffekte enorm sein können.

Die Aufsicht wurde zum anderen zu erheblichen Teilen auf die zu Beaufsichtigenden delegiert. Man setzte auf Modelle, die sich am Ende eben nicht als überzeugend erwiesen. Sie waren fragwürdig in einer Reihe von Dimensionen: Das galt einmal für das Abbilden des Kreditrisikos, also die Ermittlung der risikogewichteten Aktiva. Hier gab und gibt es erhebliche Datenrestriktionen. Die Grundgesamtheiten sind zu klein. Historische Daten sind in der Regel bereits unzureichend, um Ausfälle hinreichend präzise abzubilden und statistische Verfahren (Monte-Carlo) bieten eine kaum befriedigende Lösung. Das gilt erst recht für vermeintlich wenig wahrscheinliche, allerdings hoch-bedrohliche Fälle.

Der Ansatz wies darüber hinaus Probleme systemischer Art auf, in dem er gleichgerichtetes Verhalten und damit Selbstverstär-

7) Für die 23 größten Banken wuchs die Relation von ungewichteten Aktiva zu Eigenkapital zwischen 2003 und 2007 von im Mittel 22 auf 27. Einige Institute hatten sogar Quoten von mehr als 50 (CGFS 2009).

kereffekte förderte. Diese sind vor allem gefährlich, sofern von vielen Agenten ähnliche Positionen gegenüber vermeintlich niedrig-wahrscheinlichen Risiken gehalten werden (Herring 1996). In Basel II blieb mithin, drittens, die systemische Dimension insgesamt ausgeblendet. Deren Bedeutung wurde allerdings auch nur von einer unter Akademikern eher minoritären Position betont (Borio und Crockett 2000, Goodhart et al. 2001). Die dominante Idee, dass das System stabil sei, sofern alle der individuell bestverfügbaren Prozedur folgten, erwies sich als ein klassischer Trugschluss der Verallgemeinerung. Die Antwort darauf ist all das, was man unter der Überschrift makro-prudentielle Aufsicht subsumiert. Hinzu kommt, dass private Eigner sich im Aggregat nur bis zu einem bestimmten Niveau absichern werden. Das ist für normale Umstände auch vollkommen angemessen. Mit den Rändern der Verteilung zu rechnen, ist unter Wettbewerbsbedingungen nur schwer darstellbar. Das ist deshalb genau der Teil der Verteilung, für den sich die Aufsicht interessieren sollte (Herring 1996, Goodhart et al. 2001). Mit dieser Nichtbeachtung des systemischen Zusammenhangs war auch eine gravierende Unterschätzung des alle gleichzeitig betreffenden, gemeinsamen Abwärtsrisikos verbunden. Hinzu kam die – unvermeidliche – zyklusakzentuierende Wirkung von risiko-basierten Kapitalanforderungen. Auch sie wurde, bis zum Krisenfall, als eher unwesentlich eingeschätzt. Die Antwort auf diesen Problemkomplex ist das, was man unter der Überschrift makro-prudentielle Aufsicht subsumiert.

Tatsächlich ist keiner dieser Kritikpunkte neu, gewissermaßen eine Lehre aus der Krise. Vielmehr wurden sie allesamt im Vorlauf zu Basel II adressiert (Goodhart et al. 2001, Helwig 1996, Gebriig 1996, Kotz 2000). Neu ist jedoch, dass sie nunmehr regulatorisch aufgegriffen wurden und zur Basis einer grundsätzlichen Neueinschätzung der mikro-prudentiellen Regulierung wurden. Das gilt auch für den Versuch, die Prozyklizität und ihre im Aggregat potenziell destabilisierende Wirkung zu berücksichtigen.⁸⁾

Besonders bemerkenswert ist deshalb insbesondere, dass die neuen Ansätze eine ganzheitliche, systemische Perspektive anstreben. Das ist in der praktischen Umsetzung gewiss sehr schwierig. Denn hier geht es um die Berücksichtigung von Interdependenzen, die sich im Querschnitt, also über die Institutionen und Märkten, sowie im Zeitablauf aufschaukeln (Borio 2001). Diese Makro-Aufsicht wurde zudem institutionalisiert (Grande 2011). Dennoch, relativ zu dem bis dahin existierenden institutionellen Arrangement ist dies fraglos ein Fortschritt.

Gleichzeitig tauchten alte Fragen neu auf. Vor allem die nach der Rolle der Notenbank. Die herkömmliche Sicht, derzufolge Notenbanken sich nahezu ausschließlich auf die Gewährleistung des Preisniveaustabilitäts-Zieles konzentrieren sollten, findet ihre Rechtfertigung in dem möglichen Zielkonflikt, der erwachsen könnte, wenn als zweite Aufgabe Finanzmarktstabilität hinzukommen würde. Dieser Konflikt ist ohne Frage potenziell gravierend. Andererseits erwachsen in einer Krise unabweisbar Koordinationsbedarfe zwischen dem Ausleiher letzter Zuflucht und dem Bankenaufseher. Die Probleme dieser Kon-

stellation führten im Vereinigten Königreich dazu, dass die Aufsicht wieder in die Bank von England integriert wird. Zudem gibt es empirische Evidenz, dass sowohl die Aufsicht von Kenntnissen über die geldpolitische Situation profitiert, als auch umgekehrt (Rosengren et al. 1999). Finanzstabilität ist aus dieser Sicht ein Kuppelprodukt. Deshalb ist die entscheidende Frage, wie mit dem möglichen Konflikt umgegangen wird. Es ist weitgehend unbestritten, dass Notenbanken, die hier Verantwortung übernehmen, ein zweites Instrument zusätzlich zum Politikzins benötigen (CGFS 2010a). Dieses dürfte auf die jeweiligen Märkte zugeschnittene Kapitalanforderungen sein. Damit sind offenkundig allerdings Fragen aufgeworfen, die die Rechenschaft über derartige Maßnahmen betreffen.

Es wird ohne Frage zu heftiger Kritik führen, wenn die Konditionen der Kreditvergabe mit Blick auf die besondere regionale Situation verschärft werden. Den für die makro-prudentielle Politikverantwortlichen dürfte dann Anmaßung von Wissen vorgeworfen werden. Im Vorlauf zur aktuellen Krise haben nur wenige dem Versuch widerstanden, die Situation der Immobilienmärkte etwa in den USA, Irland oder Spanien als fundamental begründet zu erklären. Im Lichte dieser immer wieder gemachten Erfahrung des Panglossianismus wäre deshalb die Anbindung an eine einfache Regel (mit Bezug auf das Kreditwachstum) zu überprüfen (Saurinas 2011, Goodhart und Hofmann 2008). Diese stärkt die Position der Politikverantwortlichen.

Ein letzter Punkt ist erwähnenswert. Die hier skizzierte Diagnose war innerhalb des Financial Stability Boards und des G20 Prozesses bereits im September 2009 Konsens (FSB 2009). Es ist, aufgrund der „strukturellen Interdependenz“ (Richard Cooper), die die grenzüberschreitenden Finanzmärkte kennzeichnet, ausschlaggebend, eine international abgestimmte Regelsetzung zu haben. Bereits im Herbst 2009 begann aber unter den internationalen Regelsetzern die Diskussion über das sich schließende Fenster der Möglichkeiten. Das führte zu der Forderung, die Maßnahmen möglichst schnell umzusetzen, die günstigen Umstände des noch – angesichts der enormen sozialen Zielverzichte – schwachen Widerstands der Interessengruppen nutzend. Im weiteren Verlauf wurden dann allerdings, auf die jeweiligen nationalen Anforderungen reagierend, unterschiedliche Reformgeschwindigkeiten gewählt. Die internationale Koordination liefert weiterhin gewiss den Rahmen. Es ist aber keine Frage, dass das Spielfeld unebener wurde und es wohl auch für eine ganze Weile bleiben wird (Cecchetti et al. 2011).

Das gilt selbst für Europa, wo die erwähnten internationalen Vereinbarungen, die keinen bindenden rechtlichen Status haben, im Wege der Kapitaladäquanzrichtlinien umgesetzt werden.

IV. Neue Ansätze und weiterhin offene Fragen

Sind die neuen Antworten nun befriedigend? Sind sie zielführend? Dazu ist es zunächst nützlich, sich knapp in Erinnerung

8) Hier bleiben allerdings Fragen im Zusammenhang mit deren Behandlung in der Rechnungslegung. Mark-to-market oder fair-value-Rechnungslegung vermag endogen und abrupt über Abschläge oder Nachschussverpflichtungen krisenverschärfend zu wirken (siehe Allen und Carletti 2008 und Laux und Leuz 2010).

zu rufen, welchen Zielen Aufsicht dient. Sie soll die Infrastruktur für ein robustes und leistungsfähiges Finanzsystem bereitstellen. Der Zweck des Finanzsystems besteht darin, eine effiziente Allokation von knappem Kapital zu gewährleisten und dabei zugleich Risiken durch Streuung zu begrenzen. Dabei ist das Finanzsystem natürlich kein Selbstzweck. Seine Leistungen sollen vielmehr zu angemessenen Kosten erbracht werden (Tobin 1984, Friedman 2011, Arius 2012). Banken sollen in der Lage sein, Verluste zu tragen. Sie sollten also insolvenzfähig sein.⁹⁾

Es gibt einen Bedarf an öffentlicher Intervention – an Regulierung und deren Umsetzung –, weil Banken Externalitäten schaffen, weil es Marktunvollkommenheiten oder fehlende Märkte gibt, die oft in ungleich verteilten Informationen begründet sind (Freixas und Rochet 1997). Die Regulierung sucht dabei Effizienz und finanzielle Stabilität, zwischen denen ein gewisses Austauschverhältnis existiert, in Einklang zu bringen. Eine wichtige Frage ist, ob Institutionen oder Funktionen der Gegenstand der Regulierung sein sollten. Da identische Produkte, unabhängig von den Institutionen, die sie anbieten, gleich behandelt werden sollten – ansonsten entstehen Schlupflöcher und der (oft auch durch das Verhalten von Wettbewerbern aufgedrängte) Anreiz, diese zu nutzen –, spricht sich die „functional finance“ für die Regulierung von Funktionen aus. Am Ende zählt jedoch, wie bereits betont, nicht das Regelbuch, sondern dessen Umsetzung. Der Aufsichtszweck besteht in der Sicherstellung gesunder und robuster Institutionen und Infrastrukturen.

Zwei Fragen stehen im Brennpunkt der Diskussion. Es geht einmal darum, dass Banken nicht zu groß sein sollten, um in die Insolvenz gehen zu können. Diese Frage hat zudem – vor allem im tief-integrierten europäischen Markt – eine grenzüberschreitende Dimension. Die unabhängige Bankenkommission im Vereinigten Königreich (Vickers Kommission) schlägt als Lösung Einhegung vor: In einer sicheren, abgeschotteten Bank soll das Geschäft mit Einlagen und laufende Konten (mit Überziehungsfazilität) betrieben werden. Zudem sollen Zahlungsverkehrsdienstleistungen sowie Kredit-, Handels- und Projektfinanzierungen angeboten werden. Zu diesen entweder vorgeschriebenen („mandatierten“) und erlaubten Aktivitäten rechnen etwa 36 % der bisherigen Bilanz. In den abgesicherten (den so genannten „ring-fenced“) Institutionen sind dagegen die Strukturierung von Zahlungsansprüchen, der Eigenhandel in Aktien, Anleihen sowie das Emissions- und Originierungsgeschäft nicht mehr zulässig (ICB 2011).¹⁰⁾ Es ist am Ende allerdings stark zu bezweifeln, ob die vor den Zaun platzierten Institutionen im Krisenfälle tatsächlich einfach dem Lauf der Dinge überlassen werden können. Einige der in der letzten Krise geretteten Institutionen waren ja spezialisiert. Sie wurden dennoch als systemisch angesehen, weil sie sehr stark integriert waren. Diese Vernetzung ist allerdings wohl unabweisbar. Dennoch machen weniger komplexe Strukturen, die durch Regeln endogen herbeigeführt werden, Abwicklung tendenziell leichter. Hier setzen auch die Vorschläge zu den Restrukturierungs- und Abwicklungsplänen (den Testamenten zu Lebzeiten) an. Sie sollen die Eingriffsoptionen der Regulatoren im Krisenfälle deutlich verbessern, ja sie erst ermöglichen (Krahnen und Siekmann 2010). Andernfalls ist das Drohpotenzial der Aktionäre so hoch, dass

kostspieliges Raushauen die einzige Option ist (Dewatripont und Freixas 2011). Nicht zuletzt das enge Zeitfenster, in dem über das Schicksal einer unter Druck geratenen Bank zu entscheiden ist, spricht für deutlich weniger komplexe Strukturen.

In der EWU ist im Verlauf der Krise ein Argument bestätigt worden, das bereits im Vorlauf zur Diskussion um den Maastrichter Vertrag erörtert wurde: Es ging um absehbare Spannungen, die im Krisenfall aus dem nicht abgestimmten Radius von Geldpolitik und Bankenaufsicht erwachsen. Während die eine europäisiert war, blieb die andere, insbesondere in der Umsetzung, dezentralisiert, also national. Dafür hat Dierk Schoenmaker ein zweites Trilemma oder unheiliges Dreieck (neben dem Mundellschen) entwickelt: das zwischen nationaler Aufsichtsautonomie, unbehinderten Kapitalströmen und Finanzstabilität. Die Problematisierung dieser Situation Ende der 1990er, unter anderem auch durch Gary Schinasi, damals beim IWF, hat zwar zu Politikänderungen geführt – vor allem den Aufsichtskollegien für grenzüberschreitend aktive Institute sowie zu Memoranden der Verständigung für den Fall der Krise. Diese tasteten die dezentrale Autonomie im Kern aber nicht an, und sie sahen insbesondere von im Vorhinein festgelegten Verfahren der Lastverteilung ab. (Das Argument war, dass derartige sehr seltene Fälle ex ante nicht angemessen beschreibbar seien, man also fallbezogen und ad hoc vorgehen müsse. Zudem würde das Bereitstellen eines solchen Verfahrens das Risiko des Fehlverhaltens erst heraufbeschwören.) Die Krise hat in einer Reihe von Fällen eklatant gezeigt, dass dieser Ansatz gescheitert ist.

Die europäische Heterogenität war offenbar zu groß, jedenfalls sofern man eine auch in Krisensituationen robuste Währungsunion anstrebte. In Europa wird nun diskutiert, ob man eine Bankenunion etablieren sollte – also (1) die einheitliche Aufsicht für alle europäischen Kreditinstitute, (2) ein einheitliches Bankenrestrukturierungsverfahren und (3) eine gemeinsame Einlagensicherung. Auf der Ebene des Konzeptes ist die Antwort, wie so oft, einfach: Diese Vereinheitlichung ist wohl begründet, dies gilt insbesondere für die Mitgliedsländer der Währungsunion. Die Umsetzung hat es allerdings mit keinem weißen Blatt zu tun. Die einheitliche Einlagensicherung zum Beispiel würde auf eine möglicherweise erhebliche Umverteilung hinauslaufen. Ex ante ist dies bei einer kollektiven Versicherungslösung ja auch beabsichtigt. Diese geschähe allerdings auf der Basis einer etablierten einheitlichen Aufsicht. Im konkreten Fall geht es jedoch um die Regulierung eines bereits eingetretenen Schadensfalles, also keinen Versicherungsmechanismus, sondern kompensierende Transfers.

Dennoch, wie bei dem Mundellschen Dreieck der Inkonsistenz – unabhängige Geldpolitik, feste Wechselkurse, freier grenzüberschreitender Kapitalverkehr –, von einer Vorgabe muss am Ende abgewichen werden. De facto geschieht dies zurzeit beim

9) Hier spielen, ohne dass darauf hier eingegangen werden kann, Wandelanleihen, so genannte „contingent convertible“ oder „bail-in-able bonds“, die außerhalb des Bankensystems zu halten wären, eine anreizförderliche und deshalb potenziell sehr nützliche Rolle; siehe dazu vor allem Krahnen und Siekmann (2010).

10) Siehe auch das darauf antwortende White Paper des Finanzministeriums, abrufbar unter: http://cdn.hm-treasury.gov.uk/govt_response_to_icb_191211.pdf.

Kapitalverkehr. Dies ist einmal eine Marktreaktion, in der große Zurückhaltung gegenüber Positionen in Ländern besteht, die ein Währungskonversionsrisiko aufweisen – das ist die euphemistische Bezeichnung für das Auseinanderbrechen der Währungsunion. Ein Ausdruck dieser Furcht sind die Salden im Zahlungsverkehrssystem Target II. Um sich gegen dieses Konversionsrisiko abzusichern, begrenzen Banken innereuropäische Liquiditätspositionen (auch innerhalb von Bankkonzernen). Schließlich fordern dies vor allem die nationalen Aufseher. Denn auch sie wollen sich – post factum – nicht (etwa vor parlamentarischen Ausschüssen) Vorwürfen aussetzen, sich gegen vorhersehbare Ereignisse nicht gewappnet zu haben. (Im Nachhinein scheint vieles oft zwingend, obwohl ex ante nur eine Minderheit die Möglichkeit überhaupt erwog, oft unter deutlicher Kritik des Konsensus.) Im Ergebnis gibt es segmentierte europäische Märkte, basierend auf Kapitalkontrollen, die tatsächlich greifen. Es gibt deshalb auch unterschiedliche nationale monetäre Bedingungen, eine Lage, die die Umsetzung der Geldpolitik der EZB offenkundig stark behindert.¹¹⁾

V. Fazit: Robustheit der Regulierung nimmt zu, aber auch die Heterogenität

Ist all dies ausreichend, um die angestrebten Ziele – weniger Bankenrisiken von geringerer Intensität – zu erreichen?

Die neuen Regulierungen verlangen, auf der Mikro-Ebene, höhere Kapitalanforderungen. Das betrifft sowohl das Niveau als auch die Qualität. Es werden konservativere Risikogewichte insbesondere im Handels und Derivatebuch angesetzt. Eine zusätzliche Sicherheit wird über bindende Schuldenhebel vorgegeben. Zudem werden Liquiditätsanforderungen für die kurze (LCR) und die mittlere Frist (NSF) eingeführt. Die makro-prudentiellen Institutionen sollen sich mit der Kontrolle und Aufdeckung systemischer Risiken beschäftigen. Dabei bleiben eine Reihe von Fragen offen: Wie geht man mit dem „too-big-to-fail“-Thema beziehungsweise systemisch wichtigen Institutionen um? Hier ist die verbindliche Entwicklung von Abwicklungsplänen zweifellos nützlich. Es bleibt die Frage, ob die von der Vickers Kommission vorgeschlagene funktionale Subsidiarisierung eine angemessene Antwort darstellt. Gibt es Kapitalanforderungen, die größenbezogene Subventionen internalisieren und damit endogen (anreizkompatibel) – analog zu einer Pigou-Steuer – Größe verringern? Was sind Indikatoren systemischer Bedeutung? (Drehmann und Tarashev 2011). Wie geht man mit Herdenverhalten („systemic in a herd“) um, das systemische Folgen generiert?

Die Wirkungsstudien, die von der (betroffenen) Industrie sowie von den Aufsehern angestellt wurden, weisen erhebliche Unterschiede auf. Folgt man ersteren, dann besteht eine ernste Gefahr, dass aufgrund der erhöhten Kapital- und Liquiditätsforderungen die Intermediation signifikant verteuert wird. Das erhöht die Nutzungskosten des Kapitals und senkt damit (alles andere gleich) die Investitionen. Am Ende sollte es, da die Mindestrentabilitätsanforderungen („hurdlerates“) steigen, zu deutlich niedrigerem Wachstum kommen. Sichere Banken schaffen potenziell weniger Kredit. Es kommt zu einer für po-

tenzielle Schuldner kostenträchtigen Disintermediation. Eine von den Aufsehern eingesetzte Arbeitsgruppe kommt unter Einsatz einer Vielzahl unterschiedlicher Modelle allerdings zu deutlich niedrigeren Bremseffekten. Denen stehen, sofern die Maßnahmen wirken, erhebliche Nettonutzen aus einem robusteren Finanzsystem gegenüber. Die akademische Position dazu insistiert darauf, dass die Kapitalkosten von dessen Verwendung (nicht dem Aufkommen) abhängen. Was von den Bankpraktikern als Verteuerung wahrgenommen wird, sind aus dieser Sicht Marktstörungen. Einmal die steuerliche Begünstigung der Fremdkapitalfinanzierung und zum anderen die Subvention über die implizite Staatsgarantie für die als systemisch angesehenen Institute – die SIFIs. Die überkommene Kapitalstruktur ist deshalb zwar für Anteilseigner und Manager attraktiv, was aus einer Politikperspektive jedoch irrelevant ist, da sie nicht die sozialen Opportunitätskosten reflektiert (Admati et al. 2010). In dieser Sicht sind deshalb deutlich höhere Kapitalanforderungen geboten.

Die neuen Regulierungen stellen – im Vergleich zu Ausgangssituation – gewiss eine Verbesserung dar. Das Urteil darüber, ob sie ausreichend sind beziehungsweise ob es sich um die angemessenen Änderungen handelt, hängt ab von den angestrebten Zielen (also auch den jeweiligen Interessen). Einige instrumentelle Veränderungen sind mikro-prudentieller Art (Höhe und Qualität der Eigenkapitalanforderungen, Liquiditätsanforderungen, Risikogewichtung, vor allem im Handelsbuch), viele sind, als Lehre aus der Krise, systemisch (Systemische Aufsicht, Bankenabwicklung/Restrukturierungsgesetze, Behandlung von SIFIs usw.). Das gilt auch für die Umsetzung und die damit befassten Institutionen. Hier gab es in allen wichtigen Jurisdiktionen erhebliche Änderungen.

Es bleibt aber eine Vielzahl von offenen Fragen. Diese spiegeln einmal „politics“, also die schwierige Umsetzung von Maßnahmen vor dem Hintergrund einflussmächtiger Interessen. Die Diskussion über die Bankenunion liefert hier ein beredtes Beispiel, ebenso wie die Debatten über die angemessene Höhe des haftenden Eigenkapitals. Sie sind aber auch analytischer Natur – vor allem jene zum Kontrollieren der makro-prudentiellen Risiken sowie diejenigen, die von der Restrukturierung, Abwicklung und/oder Rekapitalisierung von Banken handeln. Das gilt auch für die Fragen zur – aus Finanzstabilitätssicht – Größe und Reichweite von Bankgeschäften. Damit ist unmittelbar das Thema der Anbieter von funktional äquivalenten, aber nicht entsprechend regulierten und beaufsichtigten Institutionen angesprochen. (Das von Charles Goodhart so genannte Grenzproblem, siehe Brunnermeier et al. 2009.)

An vielen Stellen findet man den Zwang zum Abwägen oder nur zweitbeste Antworten. Kurzfristige Verbindlichkeiten, die immer wieder zur Verlängerung anstehen, stellen, wie Eigenkapital, ein Instrument der Disziplinierung dar. Gleichzeitig erhö-

11) Das ist die Rechtfertigung für die zwischenzeitlich angekündigten potenziellen Interventionen der EZB in den Sekundärmärkten betroffener Länder. Diese Käufe sind allerdings an die Bedingung gekoppelt, dass die Länder, die davon begünstigt werden sollen, sich einem Anpassungsprogramm unterziehen – eine für die Autonomie der EZB keinesfalls unproblematische Konditionierung ihrer Geldpolitik. Angesichts der Kosten und Nutzen relevanter Alternativen erscheint dies der EZB dennoch die deutlich dominierende Option.

hen sie, jenseits eines bestimmten Niveaus und vor dem Hintergrund einer kritischen Situation, die systemische Verletzungsanfälligkeit. Es gibt keine perfekte Lösung. So bleibt etwa auch die „too-big-to-fail“-Problematik unausweichlich in einem bestimmten Umfang erhalten, jedenfalls sofern man die Losgrößen-, Verbund- und Diversifizierungsvorteile integrierter Finanzanbieter nutzen will.

Hier droht die „grass-is-always-greener-fallacy“: Auch Regulierungspolitik ist zwingend pragmatisch. Sie hat es mit trade-offs zu tun, muss Kompromisse machen. Sie bewegt sich in Restriktionen. Die real verfügbaren institutionellen Wahlmöglichkeiten sind begrenzt. Dennoch, vor dem Hintergrund der skizzierten Konstellation ist mindestens die eingeschlagene Richtung der neuen Regulierungsansätze richtig.

Literaturverzeichnis

- Admati et al.* (2011): Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive, abrufbar unter: <http://www.gsb.stanford.edu/news/research/Admati.etal.html>
- Allen, Franklin und Elena Carletti* (2008): La valorisation aux prix de marché convient-elle aux institutions financières?, Banque de France, Revue de la Stabilité Financière, Oktober, S. 1 – 7
- Artus, Patrick* (2012): La hausse du poids et des profits de la finance dans l'économie est-elle justifié?, in: Revue d'économie financière, Vol. 106 (2012), S. 49 – 62
- Borio, Claudio* (2008): The financial turmoil of 2007?: A preliminary assessment and some policy considerations, Banco de Espana, Estabilidad Financiera, Nr. 14, S. 25 – 54
- Borio, Claudio und Andrew Crockett* (2000): In search of anchors for financial and monetary stability, Greek Economic Review, 20(2), S. 1 – 14
- Brunnermeier, Markus et al.* (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation, Genf: Geneva Reports on the World Economy 11
- Cecchetti, Stephen, Dietrich Domanski und Götz von Peter* (2011): New Regulation and the New World of Global Banking, in: National Institute Economic Review, April, R 29 – R 40
- Drehman, Mathias und Nikola Tarashev* (2011): Systemic importance: some simple indicators, Bank für internationalen Zahlungsausgleich, Quartalsbericht, März, S. 25 – 37
- Committee on the Global Financial System (CGFS) (2010a): The functioning and resilience of cross-border funding markets, CGFS Papers, No. 37, Basel
- CGFS (2010b): Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences, CGFS Papers, No. 38, Basel
- CGFS (2010c): Long-term issues in international banking, CGFS Papers, No. 41, Basel
- Cooter, Robert und Thomas Ulen* (2012): Law and Economics, 6. Aufl., Pearson: Boston u. a.
- Dewatripont, Mathias und Xavier Freixas* (2011): Bank resolution: a framework for the assessment of regulatory intervention, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 27, Nr. 3, S. 411 – 436
- Freixas, Xavier und Jean-Charles Rochet* (1997): Microeconomics of Banking, MIT-Press: Cambridge, MA
- Friedman, Benjamin* (2010): Is our financial system serving us well? in: Daedalus, Herbst, S. 9 – 21
- Geanakoplos, John* (2010): Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle, in: Fed New York, Economic Policy Review, S. 101 – 131
- Gebrig, Thomas* (1996): Market Structure, Monitoring and Capital Adequacy Regulation, in: Swiss Journal of Economics and Statistics, 132, S. 685 – 702
- Goodhart, Charles et al.* (2001): An Academic Response to Basel II, LSE, FMG, Special Paper No. 130
- Goodhart, Charles und Boris Hofmann* (2008): House prices, money, credit, and the macroeconomy, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 24, Nr 1, S. 180 – 205
- Gorton, Gary* (2010): Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007, Oxford: OUP
- Grande, Mauro* (2011): Le comité européen du risque systémique: l'approche européenne du risque systémique, Revue d'économie financière, Vol. 101, S. 175 – 192
- Hellwig, Martin* (1996): Capital adequacy rules as instruments for the regulation of banks, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 132, S. 609 – 612.
- Herring, Richard* (1996): Credit Risk and Financial Instability, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 15, Nr. 3, S. 63 – 79
- Independent Commission on Banking (2011): Final Report, abrufbar unter: <http://bankingcommission.independent.gov.uk/>
- Internationaler Währungsfonds (2007): Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence. Causes, Consequences, and Policies, Washington: IWF
- Kindleberger, Charles* (1978): Maniacs, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises, New York: John Wiley
- Kotz, Hans-Helmut* (2000): Basel II – neue Anforderungen an die Bankenaufsicht, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Vol. 53 (2000), Nr. 12, S. 638 – 642
- Kotz, Hans-Helmut* (2008): Finanzmarktkrise – eine Notenbank-sicht, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 88, S. 291 – 296
- Kotz, Hans-Helmut, Joachim Nagel und Jürgen Schaaf* (2012): Central Bank Liquidity Management – Underwriting Stability in a Challenging Environment, in: Banque Centrale du Luxembourg, Revue de Stabilité Financière, S. 114 – 125

Krahnen, Jan und Helmut Siekman (2010): Rettungsstrategie ohne Moral Hazard – Versuch eines Gesamtkonzepts zur Bankkrisenvermeidung, White Paper, Policy Platform, House of Finance, Goethe Universität, Frankfurt/M.

Laux, Christian und Christian Leuz (2010): Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, Nr. 1, S: 93 – 118

Malmendier, Ulrike und Stefan Nagel (2011): Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking? in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, No. 1 (February 2011), S. 373 – 416

Peek, Jo, Eric Rosengren und Geoffrey Tootell (1999): Is Bank Supervision Central to Central Banking?, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 2 (May, 1999), S. 629 – 653

Saurinas, Jesús (2011): Working macroprudential tools, Federal Reserve Bank of Chicago and International Monetary Fund Conference Proceedings

Shin, Hyun Song (2009): Reflections on Northern Rock: The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, Nr. 1, S. 101 – 120

Stiglitz, Joseph und Andrew Weiss (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*, Vol. 71, Nr. 3, S. 393 – 410

Tobin, James (1984): On the efficiency of the financial system, *Lloyds Bank Review*, Nr. 153, S. 1 – 15

Wieneandt, Axel und Sebastian Mönninghoff (2011): Too big to fail?!: Leçons de la crise financière, in: *Revue d'économie financière*, Vol. 101, S. 231 – 257

Kern Alexander^{*)}

Bank Capital Management and Macro-prudential Regulation

The article analyses bank capital management from a risk management and regulatory perspective. It does so by discussing how financial innovation created systemic risks in the wholesale capital markets prior to the recent financial crisis and how bank economic capital management failed to identify and control these risks. It discusses how micro-prudential regulation is inadequate in itself to control systemic risks and how bank capital regulation is changing to a macro-prudential model. The article suggests that macro-prudential regulation will pose significant challenges for bank risk management and lead to major changes in bank corporate governance.

Contents

- I. Introduction
- II. Financial innovation and the risks
- III. The Demise of micro-prudential regulation
 1. Bank risk management
 2. Balance Sheet Management and bank capital
 3. Economic Capital Management
 4. Regulatory Capital Management
- IV. Basel II/III and Regulatory Capital Management
- V. Basel III and beyond
- VI. Macro-prudential regulation in practice
- VII. Shadow banking

VIII. CRD IV and macro-prudential tools

IX. Conclusion

I. Introduction

Policymakers have observed that it would be a mistake to 'waste' the financial crisis by failing to learn the lessons of regulatory reform that are necessary to prevent or mitigate a future crisis.¹⁾ Indeed, many commentators have observed that the financial crisis that began in 2007 as a wholesale market liquidity crisis and which intensified in 2008 with the collapse of Lehman Brothers and subsequent bank bailouts was the result of inadequate macro-prudential regulatory controls that allowed financial institutions to expand their balance sheets, along with their leverage, without regard to risks that were building up across the financial system.²⁾ The prevailing approach to prudential financial regulation was essentially micro-prudential, that is, it was concerned mainly with the stability of individual financial institutions, and the response of individual banks to exogenous risks, whilst ignoring the correlation of risks across asset classes and counter-party credit and liquidity risks in structured finance markets.³⁾ The crisis has led to a restructuring of regulation along a macro-prudential dimension that aims to identify and control risks at the level of individual financial institutions and across the financial system.

^{*)} Professor, Chair for Law and Finance, University of Zurich. The paper is based on a lecture the author held at the Conference "Banken in der Krise – Herausforderungen an Recht und Ökonomik" at the University of Konstanz, Germany, on 27th April 2012.

1) See *Choongsoo Kim*, Finance Minister of Republic of Korea, Address at the Bank for International Settlements Conference (17. 1. 2011) Seoul, South Korea.

2) *Brunnermeier/Crockett/Goodhart/Persaud/Shin* (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, (Geneva: International Centre for Banking and Monetary Studies) p. 18.

3) *Brunnermeier/Crockett/Goodhart/Persaud/Shin* (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy 11, (Geneva: International Centre for Banking and Monetary Studies) p. 18.