

Stellungnahme, Prof. Dr. Isabel Schnabel, Universität Bonn, Anhörung des Finanzausschusses am 10. Dezember 2018

Detaillierte Ausführungen finden sich in den zitierten Jahresgutachten (JG) des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung an den angegebenen Stellen. Dort finden sich auch die genauen Literaturangaben zu den sonstigen zitierten Quellen.

Im Grundsatz teile ich die Auffassung, dass das Finanzsystem nach wie vor **nicht hinreichend stabil** ist. Die Nachkrisenregulierung hat zwar wesentliche Verbesserungen hervorgebracht: So sind die Eigenkapitalquoten der Banken heute deutlich höher als vor der Finanzkrise. Es wurden wichtige neue Regulierungsinstrumente eingeführt, so insbesondere die **makroprudenzielle Regulierung**, die sich nicht an der Solvenz des einzelnen Instituts, sondern an der Stabilität des Gesamtsystems orientiert. Schließlich wurde die **Finanzmarktarchitektur im Euroraum** grundlegend reformiert, insbesondere durch die Begründung der **Europäischen Bankenunion** und die Initiierung der **Kapitalmarktunion**. Dies sind wesentliche Schritte in Richtung eines widerstandsfähigeren Finanzsystems.

Allerdings besteht eine Reihe von Risiken fort, und neue Risiken sind entstanden. So ist die **Kapitalisierung** der europäischen Banken nach wie vor zu niedrig, um die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu gewährleisten. Mit den unzähligen neuen Regulierungen ist die **Komplexität** des regulatorischen Regelwerks stark angestiegen, was die Effektivität der Regulierung beeinträchtigen könnte. Durch die strengere Regulierung des Bankensektors haben sich Risiken in andere Teile des Finanzsystems verschoben, beispielsweise zu den **Investmentfonds**, die seit der Krise ein starkes Wachstum aufweisen. In diesem Bereich könnten sich neue Risiken entwickeln, die noch nicht ausreichend regulatorisch berücksichtigt werden. Aus der **Niedrigzinsphase** erwachsen zudem neue Risiken, die regulatorisch zum Teil nur unzureichend erfasst sind. Schließlich weist die **europäische Finanzarchitektur** eine Vielzahl von Lücken auf, woraus Risiken für die Finanzstabilität entstehen.

Eine Deregulierung des Finanzsystems ist daher strikt abzulehnen.

(1) Kapitalisierung der Banken: (JG 2016/17, Ziffern 477 ff., JG 2018/19, Ziffern 477 ff.)

Die Eigenkapitalquoten der europäischen Banken haben sich relativ zu der Zeit vor der Finanzkrise spürbar erhöht. Dies gilt insbesondere für die risikogewichteten Eigenkapitalquoten, weniger

hingegen für die nicht risikogewichteten Eigenkapitalquoten. Der gleichzeitig beobachtete deutliche **Rückgang der Risikovorsorge** könnte auf eine zu optimistische Risikoeinschätzung aufgrund der langjährigen guten wirtschaftlichen Entwicklung und langen Niedrigzinsphase hindeuten (Bundesbank, 2017). Gerade in guten Zeiten besteht die Neigung, Risiken zu unterschätzen. Dies dürfte sich auch in den internen Modellen der Banken niederschlagen.

Es ist ungewiss, inwiefern **interne Modelle von Banken** die tatsächlichen Risiken der Banken angemessen abbilden. Daher ist eine **ungewichtete Eigenkapitalquote als Backstop** unverzichtbar. Die derzeit vorgesehene regulatorische Leverage Ratio ist jedoch zu gering, um diese Funktion sinnvoll ausfüllen zu können. Eine Erhöhung auf 10%, wie von der Fraktion der Grünen vorgeschlagen, ist daher durchaus diskussionswürdig, insbesondere wenn sie mit einer Reduzierung der Komplexität der Regulierung gerade für kleinere Banken kombiniert wird.

Zusätzlich sollte in Erwägung gezogen werden, die Leverage Ratio ebenso wie die risikogewichtete Eigenkapitalanforderung **makroprudenziell auszugestalten**, wie vom European Systemic Risk Board (2015) angeregt. Demnach würde sie mit den makroprudenziellen risikogewichteten Puffern variieren. Ansonsten würde die Bindungswirkung der Leverage Ratio mit steigenden Puffern – also gerade in Zeiten steigenden systemischen Risikos – geringer. Eine makroprudenzielle Ausgestaltung würde sicherstellen, dass die Leverage Ratio bei erhöhtem systemischem Risiko, also in einem finanziellen Boom und für systemrelevante Institute, einen wirksamen Backstop bilden kann.

Die **geringe Profitabilität der Banken** erschwert den Aufbau von Eigenkapital. Diese geht allerdings nicht allein auf die Niedrigzinsphase zurück, sondern vor allem auf strukturelle Gründe. Zudem haben viele Banken trotz geringer Profitabilität vergleichsweise hohe Dividenden ausgeschüttet und so ihr Eigenkapital geschwächt. Eine konsequentere Anwendung von Ausschüttungssperren könnte dies verhindern.

(2) Komplexität der Regulierung:

Die Nachkrisenregulierung verfolgte einen Ansatz, der jedem neu entdeckten Risiko eine neue Regulierungsvorschrift zuordnete. Dabei waren häufig weder die Auswirkungen der neuen Regulierung noch die Interaktionen mit anderen Regulierungsinstrumenten bekannt, da keine Evaluationsstudien vorlagen. Die gestiegene Komplexität führt nicht allein zu massiv **gestiegenen Regulierungskosten**, die gerade für kleinere Institute ein Problem darstellen können. Sie birgt zusätzlich die **Gefahr neuer systemischer Risiken**, da sie zu einer Kontrollillusion führt, eine

Umgehung von Vorschriften erleichtert, sich zu stark an bekannten Risiken orientiert, während sie neue Risiken ignoriert, und regulatorische Arbitrage fördert.

Statt jedes Einzelrisiko erfassen zu wollen, sollte eine Regulierung **robust** sein in dem Sinne, dass sie auch gegen unvorhergesehene Risiken schützt. Ein Beispiel für eine robuste Regulierung ist eine Leverage Ratio als Backstop zur risikogewichteten Regulierung. Zudem sind diskretionäre Spielräume der Aufsicht wichtig, um zeitnah auf neue Risiken reagieren zu können. Schließlich ist es wichtig, die Anreize der Entscheidungsträger in den Banken richtig zu setzen. Hierbei gilt es insbesondere, **Fehlanreize aus öffentlichen Rettungsgarantien zu begrenzen**, vor allem durch ein funktionierendes Abwicklungsregime im Bankensektor. Hierzu könnte neben dem bereits bestehenden Abwicklungsregime eine **Sonder-Fusionskontrolle für Finanzinstitute** gehören, die neben dem Kriterium der Marktbeherrschung die Systemrelevanz berücksichtigt (Zimmer und Rengier, 2010).

(3) Systemische Risiken im Investmentfondssektor: (JG 2017/18, Ziffern 492 ff.)

Ein Teil der Risiken im Finanzsystem könnte aufgrund regulatorischer Arbitrage in weniger regulierte Bereiche abgewandert sein. Vor allem im Investmentfondsbereich beobachtet man seit der Finanzkrise ein starkes Wachstum. Gefahren für die Finanzstabilität können dabei vor allem von einer starken **Liquiditätstransformation** und einem hohen **Leverage** ausgehen. Bislang beschränkt sich das makroprudenzielle Instrumentarium aber weitgehend auf den Bankensektor. Angesichts des raschen Wachstums des Investmentfondssektors sollte über **makroprudenzielle Maßnahmen jenseits des Bankensektors** nachgedacht werden.

Im Vergleich zu Banken sind Investmentfonds allerdings weniger krisenanfällig, da sie in der Regel keine festen Rückzahlungen versprechen. Eine Ausnahme stellen US-amerikanische Geldmarktfonds dar, die in der Finanzkrise Runs unterworfen waren, als sie das Versprechen eines festen Rückzahlungsbetrags („constant net asset value“) nicht halten konnten. Doch selbst konventionelle Investmentfonds betreiben eine **Liquiditätstransformation**, indem sie jederzeit verkäufliche Anteile ausgeben und die Mittel in weniger liquiden Aktiva anlegen. Vor allem bei Rentenfonds hat sich die Liquiditätstransformation in den vergangenen Jahren verstärkt. Bei einer gleichzeitigen Rückgabe von Anteilen durch viele Investoren besteht die Gefahr von Liquiditätsspiralen, wenn zu einem Zeitpunkt viele Wertpapiere verkauft werden müssen. Über Preisexternalitäten können sich Probleme einzelner Fonds auf das restliche Finanzsystem

ausweiten. Herdenverhalten und das Vorliegen von Vorteilen für diejenigen, die zuerst handeln (First-Mover-Vorteile), können solche Prozesse verstärken.

Seit der Finanzkrise haben börsengehandelte Fonds ([Exchange Traded Funds, ETF](#)) an Bedeutung gewonnen. ETF werden häufig passiv verwaltet und bilden die Wertentwicklung von Börsenindizes nach (Deutsche Bundesbank, 2013; EZB, 2017). Aus Kundensicht zeichnen sich passiv verwaltete ETF durch eine vergleichsweise hohe Liquidität sowie relativ geringe Verwaltungsgebühren aus (Deutsche Bundesbank, 2013). Allerdings hängt das Risiko von ETF wesentlich von ihrer genauen Ausgestaltung ab. So investieren [synthetische ETF](#) nicht direkt in die im Index enthaltenen Wertpapiere, sondern sie stellen die Wertentwicklung des Portfolios mittels Swaps sicher. Hiermit geht ein Gegenparteiisiko einher.

Im Hinblick auf die Finanzstabilität könnte ein Anstieg passiver Handelsstrategien im Investmentfondssektor den Gleichlauf im System erhöhen und [Herdenverhalten](#) begünstigen (Deutsche Bundesbank, 2011, 2014). Außerdem besteht das Risiko, dass sich die Liquidität auf bestimmte, in Fonds enthaltene Wertpapiere konzentriert, während sie für die anderen abnimmt. Im europäischen ETF-Markt werden beispielsweise hauptsächlich liquide Marktindizes abgebildet. Zwar ist derzeit das Volumen europäischer ETF mit einem Anteil von rund 5 % an allen offenen Fonds gering (EZB, 2017c). Aufgrund seines rasanten Wachstums sollte dieses Marktsegment jedoch besonders im Auge behalten werden.

Insgesamt sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass dem Investmentfondssektor eine wichtige Rolle gerade bei der [privaten Altersvorsorge](#) zukommt. Denn Investmentfonds ermöglichen eine gut gestreute Anlage zu geringen Kosten. Daher ist eine Verteufelung von Investmentfonds und deren Vermögensverwaltern (z. B. Blackrock) nicht zielführend. Die Verwendung des Begriffs Schattenbanken sollte vermieden werden. Denn dahinter verbirgt sich eine Vielzahl verschiedener Geschäftsmodelle, die mit sehr unterschiedlichen Risiken einhergehen.

(4) Risiken aus der Niedrigzinsphase: (JG 2015/16, Ziffern 379 ff., JG 2017/18, Ziffern 471 ff.)

Infolge der langanhaltenden Niedrigzinsphase sind die Risiken für die Finanzstabilität angestiegen, insbesondere aufgrund [erhöhter Vermögenspreise](#) und [steigender Zinsänderungsrisiken](#). Ein unerwartet rascher Zinsanstieg könnte das Finanzsystem unter Druck setzen. Das gilt selbst für solche Institutionen, die normalerweise von höheren Zinsen profitieren würden (insbesondere den Versicherungsbereich), da kurzfristig mit einem starken Wertverfall bei vielen Vermögenswerten

gerechnet werden müsste. Besondere Probleme birgt der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik für Banken, die in den letzten Jahren – wohl nicht zuletzt in Reaktion auf fallende Margen – ihre Fristentransformation massiv ausgeweitet haben. In Deutschland weisen vor allem viele Kreditgenossenschaften und Sparkassen aufgrund ihrer Geschäftsmodelle umfangreiche Zinsänderungsrisiken auf, die sich gleichzeitig materialisieren könnten. Da Zinsänderungsrisiken in Säule 1 der Eigenkapitalregulierung nicht erfasst werden, liegt es in der Diskretion der Aufseher, eine angemessene Eigenkapitalunterlegung dieser Risiken zu fordern. Stresstests, die zur Festlegung von Eigenkapitalpuffern zu Grunde gelegt werden, leider häufig darunter, dass sie systemische Effekte nur unzureichend erfassen. Grundsätzlich wäre eine Eigenkapitalunterlegung unter Säule 1 anzustreben.

In der Niedrigzinsphase kommt der **makroprudenziellen Politik** eine zunehmende Bedeutung zu. Viele makroprudenzielle Instrumente richten sich auf den Immobiliensektor, der besondere Risiken für die Finanzstabilität birgt. Die vorliegende empirische Evidenz deutet auf eine vergleichsweise hohe Wirksamkeit kreditnehmerspezifischer Instrumente hin, um systemischen Risiken rechtzeitig entgegenzuwirken. Allerdings wurden die rechtlichen Grundlagen für **einkommensbezogene makroprudenzielle Instrumente** in Deutschland bislang nicht geschaffen. Dies dürfte die Wirkung der makroprudenziellen Politik einschränken, denn das Einkommen ist eine wesentliche Determinante der Schuldentragfähigkeit, die erheblichen Einfluss auf die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredits hat. Daher ist es geboten, die rechtlichen Grundlagen für einkommensbezogene makroprudenzielle Instrumente zu schaffen (JG 2017 Ziffern 487 ff.). Zusätzlich wäre die Schaffung von makroprudenziellen Instrumenten für den **Gewerbeimmobilienbereich** geboten. Schließlich ist es dringend erforderlich, die **Datenlage** zu verbessern, um die Aufsicht in die Lage zu versetzen, Risiken im Immobiliensektor zeitnah entgegenzuwirken.

(5) Lücken in der europäischen Finanzarchitektur: (JG 2018/19, Kapitel 5, Ziffern 471 ff.)

Die Reaktionen der Kapitalmärkte auf die italienische Regierungsbildung und Budgetverhandlungen machen deutlich, dass die Europäische Währungsunion nach wie vor nicht stabil ist. Daher sind weitere Reformen im Bereich der Finanzmärkte notwendig.

Insbesondere muss der **Risikoverbund zwischen Banken und Staaten** gelockert werden. Dies erfordert eine Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten, etwa durch risikogemäße Großkreditgrenzen mit risikoadäquater Eigenkapitalunterlegung oder durch Konzentrationszuschläge. Bei diesen ist die Bonität der staatlichen Schuldner zu

berücksichtigen, um negative Anreizwirkungen zu vermeiden. Wohldiversifizierte Portfolios könnten bis zu einem bestimmten Umfang von der Regulierung freigestellt werden, um Wettbewerbseffekte abzumildern. Um Verwerfungen auf den Kapitalmärkten zu vermeiden, sind lange Übergangsfristen erforderlich.

Die beschlossene Einführung einer **fiskalischen Letztsicherung** für den Einheitlichen Abwicklungsfonds ist sinnvoll. Zusätzlich sollte über Möglichkeiten zur Bereitstellung von **Liquidität im Abwicklungsfall** nachgedacht werden. Schließlich muss die Glaubwürdigkeit des Bankenabwicklungsregimes weiter erhöht werden und eine Umgehung der Gläubigerverlustbeteiligung über nationale Insolvenzverfahren verhindert werden.

Eine **gemeinsame europäische Einlagensicherung** ist ebenfalls ein wichtiges Element zur Durchbrechung des Risikoverbunds zwischen Banken und Staaten. Sie sollte anreizkompatibel ausgestaltet werden, etwa in Form eines Rückversicherungssystems mit banken- und länderspezifischen Prämien. Allerdings ist die Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Forderungen gegenüber Staaten eine zwingende Voraussetzung. Zusätzlich sind weitere Schritte zur Risikoreduktion erforderlich, etwa ein weiterer Abbau und eine angemessene Risikovorsorge notleidender Kredite und der Aufbau bailin-fähiger Verbindlichkeiten.

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

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

Wesentliche Elemente zur Förderung eines integrierten Kapitalmarkts sind eine gewisse Harmonisierung des Insolvenzrechts und die steuerliche Gleichbehandlung von Fremd- und Eigenkapital. Zudem sollten die **Kompetenzen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)** ausgeweitet werden. Schließlich sollten Maßnahmen zur Stärkung

des Kapitalangebots ergriffen werden, beispielsweise durch eine Stärkung der privaten und betrieblichen Altersvorsorge und eine Verbesserung der finanziellen Bildung.