

TOO BIG TO FAIL UND DIE WIEDERHERSTELLUNG DER MARKTORDNUNG

BORIS ZÜRCHER

DISKUSSIONSPAPIER

Mit der jüngsten Finanzmarktkrise ist man sich auch in der Schweiz gewahr geworden, dass es Finanzinstitute gibt, die nicht untergehen dürfen. Aufgrund ihrer schieren Grösse geniessen diese einen umfassenden Konkurrentenschutz, der mit einer faktischen Staatsgarantie einhergeht, die weder gesetzlich vorgesehen ist, noch abgegolten wird. Unternehmen, die «too big to fail» sind, entziehen sich weitgehend der Disziplinierung durch die Marktkräfte, was verschiedene Probleme schafft, die im Rahmen einer Optimierung der Finanzmarktregulierung anzugehen sind.

Aus der Sicht von Avenir Suisse wird nur die Schaffung und letztlich die Durchsetzung eines geordneten Insolvenzverfahrens auch für systemrelevante Finanzintermediäre den Widerspruch auflösen können, wonach Unternehmen einerseits über umfassende Staatsgarantien verfügen und andererseits frei und unabhängig am Markt zu agieren beanspruchen. Im vorliegenden Diskussionspapier wird daher für Massnahmen plädiert, welche die Durchsetzung eines Insolvenzverfahrens glaubwürdig machen und die damit auf das Risikoverhalten von systemrelevanten Finanzintermediären eine disziplinierende Wirkung entfalten sollen. Im Sinne eines pragmatischen Vorgehens werden diese Massnahmen durch eine substanzielle Verschärfung der Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften zu ergänzen sein.

Inhalt

Inhalt	3
01 Einleitung	4
02 Die Verarbeitung der Krise	7
03 Funktion und Bedeutung des Finanzsektors	12
3.1 Die grundlegenden Funktionen des Finanzsystems und der Finanzintermediäre	12
3.2 Die industriepolitische Dimension	13
3.3 Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung des Finanzsektors in der Schweiz	14
04 Der Wandel des Geschäftsmodells der Grossbanken seit Anfang der 1990er Jahre	19
4.1 Vom traditionellen Bankengeschäft zur Universalbank	20
4.2 Wandel des Bankenumfelds	24
4.3 Das Modigliani-Miller-Theorem oder: unermesslich ist des Hebels Kraft	27
4.4 Zusammenfassung	30
05 Systemische Risiken und das Problem des Too Big to Fail	31
5.1 Die systemischen Risiken in der Schweiz	32
5.2 Die Staatsgarantie	35
5.3 Evidenzen für die Staatsgarantie	36
5.4 Was ist die Staatsgarantie wert?	39
5.5 Zusammenfassung	40
06 Für eine neue Regulierungsphilosophie	41
6.1 Eigenkapital- und Liquiditätsregulierungen für die Banken	43
6.2 Regulierungen des Geschäftsmodells	46
6.3 Geordnetes Insolvenzverfahren für systemrelevante Banken	47
07 Ausblick	54
Literaturangaben	56
Endnoten	60

01 Einleitung

«Too big to fail» (TBTF) bedeutete einst, dass ein Unternehmen so gross und diversifiziert ist, dass es auch im Fall eines massiven negativen Shocks nicht Konkurs gehen kann. «Too big to fail» war demnach gleichbedeutend mit unsinkbar. Spätestens seit der jüngsten Finanzmarktkrise hat der Begriff jedoch eine neue Bedeutung erhalten. Er bezeichnet seither den Umstand, dass der Staat ein Unternehmen aufgrund seiner schieren Grösse nicht untergehen lassen darf, ohne einen erheblichen volkswirtschaftlichen Schaden zu riskieren. Unternehmen, die TBTF sind, geniessen somit einen weitgehenden Konkurschutz und sind der Disziplinierung durch die Marktkräfte weitgehend enthoben. Dies schafft verschiedene Probleme, die im Rahmen einer Optimierung der Finanzmarktregulierung anzugehen sind.

Erstens wird der Strukturwandel in einem für die Volkswirtschaft zentralen Bereich gebremst. Daraus resultieren volkswirtschaftliche Verzerrungen und Fehlallokationen von Ressourcen. Den Preis für diese Allokationsverzerrung zahlen in erster Linie das Einlegerpublikum der Banken, in zweiter Linie die übrigen Wirtschaftsektoren und schliesslich auch die Steuerzahler. Die Kosten sind somit breit über verschiedene Gruppen gestreut, so dass sie einzeln kaum spürbar sind. Das bedeutet aber keineswegs, dass diese Kosten volkswirtschaftlich vernachlässigbar wären. Sie fallen vielmehr in Form eines tieferen Wohlstandsniveaus an.

Zweitens wird die Stabilität und Sicherheit des Finanzsystems durch die Existenz von Finanzintermediären, die nicht untergehen dürfen, gefährdet. Finanzinstitute, die TBTF sind, können Risiken eingehen, die sie nicht eingehen würden, wenn sie diesen exklusiven Status nicht hätten. Das damit einhergehende Verhaltensrisiko (Moral Hazard) bedeutet nicht, dass das Management dieser Unternehmen grobfahrlässig Risiken eingeht und so das

Unternehmen insgesamt gefährdet (oder wie es auch schon ausgedrückt wurde: absichtlich an die Wand fährt). Vielmehr lässt die Staatsgarantie, die aus dem umfassenden Konkurschutz erwächst, eine tiefere Bepreisung des Risikos zu. Sie wirkt dabei wie eine Subvention, welche rein rechnerisch das Eingehen höherer Risiken erlaubt. Dieses ökonomische Verhaltensrisiko hat daher nichts mit Grobfahrlässigkeit zu tun, im Gegenteil ist dieses Verhalten angesichts der gegebenen Anreizsituation durchaus rational.

Drittens ist der Status von TBTF-Unternehmungen unklar: durch den Konkurschutz geniessen diese einerseits in letzter Instanz eine umfassende Staatsgarantie, und andererseits beanspruchen sie, unabhängig am Markt agieren zu können. Diese Situation erinnert an jene der sogenannten GSEs, den «Government Sponsored Entities» wie beispielsweise Freddie Mac und Fannie Mae in den USA. Staatsgarantie und Unabhängigkeit in den unternehmerischen Entscheidungen sind jedoch inkompatibel. Die faktische Staatsgarantie verlangt unbedingt nach einer Strategie der Risikobeschränkung durch den Staat. So lange daher der Status dieser Unternehmen nicht geklärt ist, darf man sich nicht wundern, wenn beispielsweise die Vergütungsmodelle der beiden Grossbanken in der Öffentlichkeit höchst kontrovers diskutiert werden. Denn in diesem Fall ist die Vergütungsfrage nicht mehr allein ein Thema, das die Besitzer und das Management unter sich ausmachen können, sondern auch der Staat ist durch die Anreizsituation, welche die Vergütungsmodelle schafft, direkt davon betroffen. Der bestehende Konflikt mündet demnach in der für eine freie Marktwirtschaft zentralen Frage nach der Verantwortung für unternehmerisches Handeln und der Haftbarkeit.

Die aufgezählten Probleme scheinen gravierend genug zu sein, um sie rasch anzugehen. Immerhin stehen wir im dritten Jahr nach Ausbruch der Fi-

nanzmarktkrise, und mit einigen bemerkenswerten Ausnahmen ist die Politik in der Regulierungsfrage bislang weitgehend passiv geblieben. Obwohl die Behörden in der Schweiz erste Massnahmen verfügt haben, mangelt es diesen noch an einer breiten politischen Legitimation. Die Politik schwankt zwischen der Notwendigkeit, die Regulierung des Finanzsystems wirksamer und effizienter zu gestalten und dem Wunsch einen global agierenden und wettbewerbsfähigen Finanzsektor zu erhalten.

Aus der Sicht von Avenir Suisse wird nur die Schaffung und letztlich auch die Durchsetzung eines geordneten Insolvenzverfahrens auch für systemrelevante Finanzintermediäre den bestehenden Widerspruch auflösen können, wonach Unternehmen über umfassende Staatsgarantien verfügen und dennoch beanspruchen, frei und unabhängig am Markt zu agieren. Das vorliegende Diskussionspapier plädiert daher für Massnahmen, welche die Durchsetzung eines Insolvenzverfahrens glaubwürdig machen und die damit auf das Risikoverhalten von systemrelevanten Finanzintermediären eine disziplinierende Wirkung entfalten sollen. Im Sinne eines pragmatischen Vorgehens werden diese Massnahmen auch durch eine Verschärfung der Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften ergänzt werden müssen.

Das vorliegende Diskussionspapier knüpft an frühere Wortmeldungen von Avenir Suisse an und versucht, eine konsistente Position in dieser Frage zu entwickeln. Es fokussiert dabei auf die zwei Schweizer Grossbanken, denn diese beiden Unternehmen verfügen durch die faktische Staatsgarantie effektiv über einen Sonderstatus. Auch wenn es in der Schweiz andere Unternehmen gibt, die TBTF sind, so sind dort die institutionellen und gesetzlichen Arrangements derart ausgestaltet, dass der impliziten oder auch expliziten Staatsgarantie Rechnung getragen wird. In der Regel handelt es sich dabei um ge-

mischwirtschaftliche oder staatliche Unternehmen, die entsprechenden Risikobeschränkungen unterliegen. Zu denken ist etwa an die Postfinance oder an Kantonalkassen, welche in ihrem Risikoverhalten erheblich eingeschränkt werden.

Das vorliegende Diskussionspapier ist wie folgt gegliedert: Im nächsten Abschnitt wird der aktuelle konjunkturelle Kontext sowie die Situation an den Finanzmärkten erläutert. Dabei wird auch gezeigt, wie die Verwerfungen der letzten zweieinhalb Jahre bewältigt worden sind. Eine wichtige Erkenntnis ist dabei, dass die Finanzmärkte gegenwärtig fragiler sind, als noch vor Ausbruch der Bankenkrise. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die Staaten als Retter in der Not infolge der letzten Interventionen immer noch erschöpft sind.

An diesen Abschnitt schliesst ein Kapitel über die grundlegenden Funktionen und die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsektors an. Hier wird argumentiert, dass neben den grundlegenden volkswirtschaftlichen Funktionen des Finanzsektors dieser auch eine industriepolitische Dimension enthält. Letzteres könnte dazu führen, dass im Sinne eines falsch verstandenen Schutzes von «nationalen Champions» auch die Regulierung möglichst lasch gestaltet wird. Dem müsste allerdings entgegengehalten werden, dass eine effiziente und wirksame Regulierung auch als Standortvorteil wirken kann.

Im vierten Abschnitt wird auf den Wandel der Geschäftsstrategie und des Geschäftsmodells der Grossbanken in der Schweiz seit Beginn der 1990er Jahre eingegangen. Dies ist wichtig, um verstehen zu können, wie die beiden Grossbanken den Status der Systemrelevanz erlangen konnten. Es zeigt sich dabei, dass das Geschäftsmodell der Grossbanken stets risikoreicher geworden ist, deren Risikofähigkeit, vor allem infolge rückläufiger Eigenkapitalausstattung,

jedoch erheblich gesunken ist. Es zeigt sich an diesen Entwicklungen auch, dass das in der Schweiz hoch gehaltene Prinzip der Selbstregulierung versagt hat.

Im daran anschliessenden fünften Abschnitt wird dargelegt, worin die Gefahren eines Zusammenbruchs einer der beiden Grossbanken bestehen. Es wird gezeigt, welchen Schaden das Finanzsystem im Falle des Zusammenbruchs einer der beiden Grossbanken zu gewärtigen hätte. Und schliesslich wird auf die volkswirtschaftliche Wirkung der früher impliziten und heute expliziten Staatsgarantie für die beiden Grossbanken eingegangen.

Im sechsten Abschnitt wird schliesslich auf die drei grossen Stossrichtungen der künftigen Regulierungsbemühungen eingegangen. Es wird dabei unterschieden zwischen erstens strengeren Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften, zweitens einer intensiveren Regulierung des Geschäftsmodells der Grossbanken und drittens der Schaffung eines geordneten Insolvenzverfahrens für systemische relevante Grossbanken. Es werden die jeweiligen Vor- und Nachteile diskutiert, bevor letztlich eine Skizze für das hier präferierte Insolvenzverfahren für systemisch relevante Grossbanken geliefert wird. Der siebente Abschnitt wagt einen kurzen Ausblick.

02 Die Verarbeitung der Krise

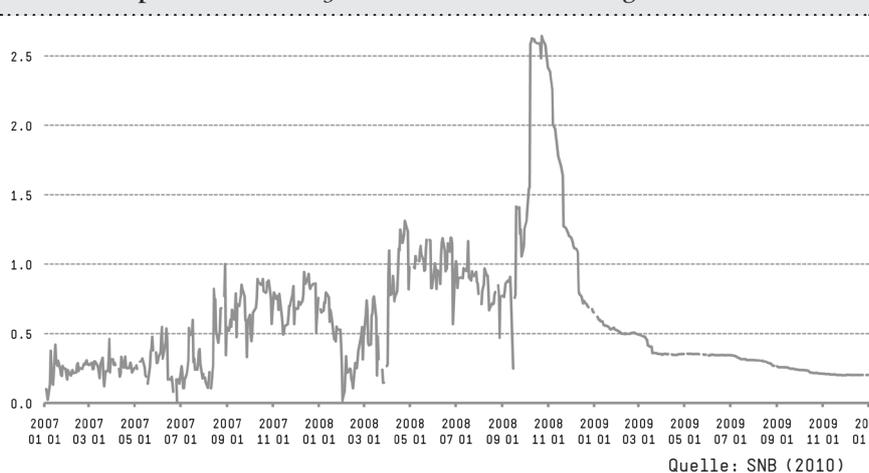
Die direkten Stützungsmaßnahmen, die vom Staat abgegebenen Garantien zu Gunsten des Finanzsystems, die Nullzins-Politik der Notenbanken sowie die konjunkturstabilisierenden fiskalpolitischen Massnahmen haben bis zum Ende des zweiten Quartals 2009 ihre Wirkungen in gewünschter Weise entfaltet. Die Situation an den Finanzmärkten hat sich entspannt und die Aufschläge zum risikolosen Zinssatz an den Geldmärkten haben sich deutlich reduziert (Abb. 1). Die massiven Anstrengungen von staatlicher Seite haben sich somit vorläufig ausgezahlt. Klar ist jedoch auch, dass die Rettungs- und Stützungsmaßnahmen neue Probleme geschaffen haben, die allmählich an Bedeutung gewinnen. Die Bilanzsumme der Schweizerischen Nationalbank (SNB) weitete sich beispielsweise seit Mitte 2007 um über 60 Prozent aus, womit ein hohes Inflationspotential aufgebaut wurde. Andere Staaten haben sogar weit dramatischere Entwicklungen, vor allem was die Verschuldung angeht, hinnehmen müssen. Durch die massive Umlagerung von privaten Schulden zum Staat mutieren diese vom Retter in der Not selber zu einem wesentlichen Teil des zu lösenden Problems.

In der kurzen Frist haben sich die Aussichten aber insgesamt deutlich aufgehellt. In der Schweiz fiel das

Quartalswachstum, nach vier negativen Quartalen, seit der zweiten Hälfte 2009 zweimal nacheinander positiv aus. Auch die Wirtschaftsprognosen für das Jahr 2010 lassen hoffen, dass die konjunkturelle Talsohle durchschritten ist, obwohl das Wachstum von einem deutlich tieferen Niveau aus stattfindet. Was für die Schweiz gilt, kann ebenso für weitere Länder der OECD beobachtet werden. Gemäss jüngsten Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird nach einem Rückgang der Wirtschaftsleistung von 0.8 Prozent 2009 für das laufende Jahr ein Wachstum der Weltwirtschaft von rund 3.9 Prozent erwartet. Dieses Wachstum wird jedoch ungleich verteilt sein. Während die Industriestaaten inklusive die USA mit nur 2.1 Prozent zulegen werden, dürften die sich entwickelnden Volkswirtschaften (Emerging Markets) mit einem Wachstum von 6.0 und die asiatischen Schwellenländer sogar mit 8.4 Prozent rechnen (IMF 2009a und 2010a). Angesichts dieser eher positiven Aussichten sollten aber die nach wie vor bestehenden Risiken eines neuerlichen konjunkturellen Einbruchs nicht unterschätzt werden.

Namhafte Ökonomen zeigen sich denn auch skeptisch hinsichtlich der Nachhaltigkeit der zu beobachtenden Erholung (beispielsweise REINHART und ROGOFF 2009a, 2009b und 2010a und 2010b sowie SINN 2009). Sie gehen von einer sehr langsamen, möglicherweise mehrere Jahre dauernden Normalisierungsphase aus, wobei nochmals auftretende Störungen – zu denken ist etwa an Überschuldungskrisen in einzelnen Staaten – erhebliche negative Konsequenzen haben könnten. Gründe für die schleppende Erholung wer-

Abb 1: Spread zwischen 3-Monats-Libor und 1-Tages-Geldsatz Schweiz



den darin geortet, dass der Entschuldungsprozess sehr langsam vor sich geht, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in vielen Ländern immer noch überwiegend staatlich gestützt wird (policy-driven), die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte anhalten und die Verschuldung der öffentlichen Haushalte weiter steigt und so zu einer Belastung für das künftige Wachstumspotential wird.

Stabilität des globalen Finanzsystems

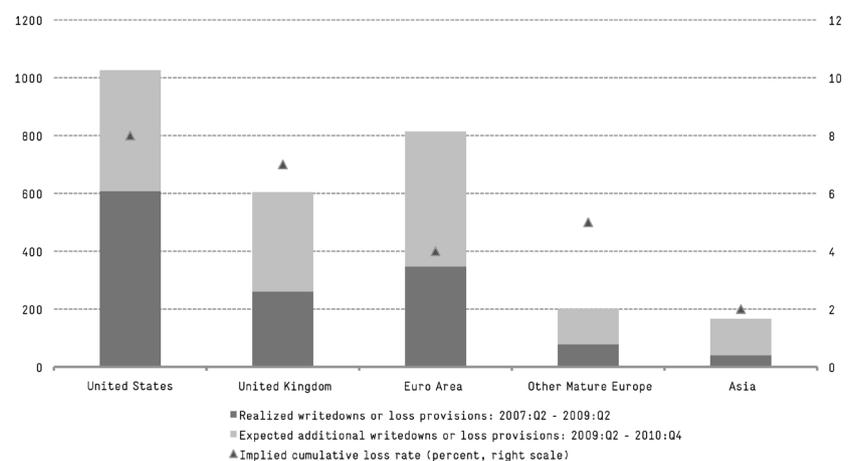
Im vorliegenden Zusammenhang von Bedeutung ist die Einschätzung der Stabilität des globalen Finanzsystems und der Finanzmärkte. Der IWF signalisiert auch hier eher Zuversicht, obwohl er die Marktrisiken weiterhin als hoch einschätzt (IMF 2009b und 2010b). Trotz der geradezu phänomenalen Kurserholung einiger Finanztitel, weist der IWF auf die weiter bestehenden Bilanzrisiken hin, die in Form von Altlasten illiquider Wertpapiere und infolge von Abschreibungen und Wertberichtigungen aufgrund der Verschlechterung der Kreditqualität im Zuge der realwirtschaftlichen Krise nach wie vor eine Bedrohung darstellen: *«Credit deterioration will continue to put pressure on bank balance sheets, as writedowns and loan loss provisions rise over the next few years»* (IMF 2010b). Diese Kreditausfälle könnten die nur langsam erstarkenden Bankbilanzen abermals belasten und weitere Bankinsolvenzen sowie Verwerfungen an den Finanzmärkten auslösen. Ein weiteres Problem sieht der IWF darin, dass viele Kredite im Laufe der kommenden Monate auslaufen werden und erneuert werden müssen: *«Banks not only face the task of raising more*

capital, but also need to address potential funding shortfalls. [...] there is a wall of maturities looming ahead through 2011–13. This bunching of financing needs is a legacy of shortening maturities during the crisis.»

Hoch bleibender Rekapitalisierungsbedarf

Hinsichtlich Werthaltigkeit der Aktiven in den Bankbilanzen ist daher die Situation immer noch trügerisch. Gemäss dem im Oktober 2009 veröffentlichten Global Financial Stability Report (IMF 2009b) schätzte der IWF damals das gesamte seit Mitte 2007 realisierte und noch zu erwartende Abschreibungsvolumen der Banken weltweit auf 2.81 Billionen USD, wovon etwa ein Drittel auf die USA entfällt. Im Gegensatz zu den USA, die rund 60 Prozent der insgesamt zu erwartenden Abschreibungen bereits realisiert haben, liegt der entsprechende Anteil für Europa erst bei 40 Prozent. Die Finanzintermediäre in den USA haben demnach aggressiver abgeschrieben als jene in Europa (Abb. 2). Der IWF führt dies auf die unterschiedliche Betroffenheit der USA im Vergleich zur Eurozone zurück, was mit der Stärke der Immobilien- und Finanzmarktkrise und anderer Rechnungslegungsstandards zusammen-

Abb. 2: Abschreibungen und Verlustvorträge nach Regionen (Mrd. USD)



Quelle: IMF (2009 b)

hängt. Der IWF weist allerdings auch darauf hin, dass in der Eurozone notwendige Abschreibungen vielfach aus politischen Gründen, etwa um die Situation vor Wahlen zu beschönigen, hinausgezögert werden.

Die bis zum Ende des zweiten Quartal 2009 erfolgten Abschreibungen saldieren sich auf rund 1.3 Billionen USD. Die bisher realisierten Abschreibungen wurden durch Kapitalaufnahmen von 930 Milliarden USD ergänzt. Rund 1.5 Billionen USD Abschreibungen sind noch ausstehend, wobei der IWF bis Ende 2010 die Realisierung von Abschreibungen über 1.15 Billionen USD erwartet. Davon sollten rund 840 Milliarden USD durch einbehaltene Gewinne gedeckt werden können, der Rest dürfte zu Lasten der eigenen Mittel gehen (siehe auch Tab. 1).

Starke Betroffenheit der Schweiz durch die Finanzkrise

Auf die Ebene der einzelnen Finanzinstitute disaggregierte Zahlen zu den erlittenen Verlusten beziehungsweise Abschreibungen und Rekapitalisierungen zeigen eine vergleichsweise hohe Betroffenheit der UBS und eine durchschnittliche Betroffenheit der Credit Suisse (Abb. 3). Die UBS hat bis zum 2. Quartal 2009 Abschreibungen über 53 Milliarden USD vornehmen sowie frisches Kapital im Umfang von 41 Milliarden USD aufnehmen müssen.¹ Die Credit Suisse

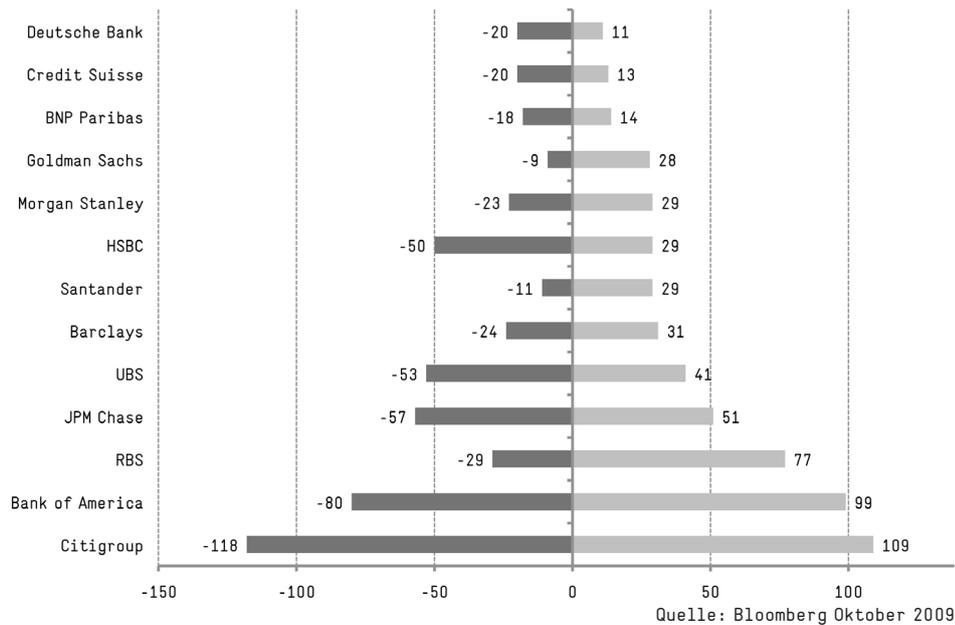
(CSG) musste 20 Milliarden USD abschreiben und Kapitalerhöhungen über 13 Milliarden USD tätigen. Zusammengenommen realisierten die UBS und die CSG Abschreibungen von rund 73 Milliarden USD und sie mussten frisches Kapital über 54 Milliarden USD aufnehmen. Wenn zusätzlich die Abschreibungen und Kapitalerhöhungen der SwissRe und der Zurich Financial berücksichtigt werden, zählt die Schweiz zu den von der Finanzmarktkrise weltweit am schwersten betroffenen Ländern. Allein die Abschreibungen der UBS und der CSG überstiegen 10 Prozent eines jährlichen BIP und machten weit über 100 Prozent der jährlichen Wertschöpfung des Finanzsektors der Schweiz aus. International vergleichbare Zahlen von Bloomberg (Stand Oktober 2009) reihen die Schweiz hinsichtlich Betroffenheit nach den USA, Grossbritannien und Deutschland auf den vierten Platz.²

Tab. 1: Bisherige und erwartete Abschreibungen sowie bisherige und notwendige Kapitalerhöhungen (Mrd. USD)

	<i>US (ex GSEs)</i>	<i>Euro Area</i>	<i>United Kingdom</i>	<i>Other Mature Europe</i>
Estimated Capital Positions at end-2009: Q2				
Total reported writedowns to end_2009:Q2	610	350	260	80
Total capital raised to end-2009: Q2	500	220	160	50
Expected writedowns 2009:Q3 to end-2010:Q4 (1)	420	470	140	120
Expected net retained earnings 2009:Q3 to end-2010:Q4 (2)				
(after taxes and dividends)	310	360	110	60
Net drain on equity (retained earnings) (3) = (1) - (2)	110	110	30	60
Capital Needs (to reach target ratio at end-2010:Q4)				
6 percent Tier 1/RWA	0	0	0	0
8 percent Tier 1/RWA	0	150	0	30
10 percent Tier 1/RWA	90	380	0	60
4 percent TCE/TA (25 times leverage)	130	310	120	110

Quelle: IMF (2009b)

Abb. 3: Abschreibungen und Kapitalerhöhungen seit dem 2. Quartal 2007 bis 2. Quartal 2009 (Mrd. USD)



Bilanzverkürzung bei Schweizer Grossbanken

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise im Sommer 2007 sind die Bilanzsummen der beiden Schweizer Grossbanken drastisch geschrumpft. Für die UBS belief sich die Bilanzsumme vor Ausbruch der Krise Mitte 2007 noch auf CHF 2 542 180 Millionen; sie fiel bis Ende 2009 auf CHF 1 340 538 Millionen, was einem Rückgang von rund 50 Prozent oder rund 1.2 Billionen CHF entspricht. Die Bilanzsumme der CSG betrug am 30. Juni CHF 1 415 174 Millionen und ist bis Ende 2009 auf CHF 1 031 427 Millionen gefallen; auch dies entspricht einem Rückgang von knapp 30 Prozent. Gleichzeitig ist auch die Marktkapitalisierung der beiden Grossbanken massiv gefallen: die der UBS seit Sommer 2007 von CHF 151 203 Millionen auf CHF 57 108 Millionen Ende 2009 (-94 095 Millionen oder ca. 60 Prozent), die der CSG von CHF 100 221 Millionen im Juni 2007 auf CHF 60 691 Millionen bis Ende 2009 (-39 531 Millionen oder 40 Prozent).³

Dass es angesichts dieses Abbaus von Bilanzpositionen zur Reduktion des Verschuldungsgrades (Deleveraging) in der Schweiz zu keinem *credit crunch* gekommen ist, ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die beiden Grossbanken ihr Auslandsgeschäft zurückgefahren haben, während die Bankaktivitäten im Inland kaum beeinträchtigt wurden. Die beiden Grossbanken haben ihre Auslandspositi-

onen seit dem Höhepunkt im Mai 2007 um rund eine Billion CHF abgebaut. Die Auslandsaktiven der beiden Grossbanken betragen im Höhepunkt vom Mai 2007 CHF 2 097 324 Millionen und fielen bis November 2009 auf noch CHF 1 080 417 Millionen. Dies nachdem sie sich zwischen Februar 2003 und Mai 2007 fast verdoppelt hatten. Zuvor lagen die Auslandsaktiven meist bei etwa einer Billion CHF. Demgegenüber blieben die Inlandsaktiven beinahe konstant auf einem Niveau zwischen CHF 400 und CHF 500 Milliarden.

Sensitivität des Rekapitalisierungsbedarfs bei unterschiedlichen Verschuldungsgraden

Interessant sind die in der Tab. 1 enthaltenen Szenarien hinsichtlich des Rekapitalisierungsbedarfs, wenn unterschiedliche Verschuldungsgrade oder Kernkapitalquoten als Zielvorgaben definiert werden. Müsste beispielsweise eine risikogewichtete Leverage Ratio von 10 Prozent eingehalten werden,

würde sich der zusätzliche Rekapitalisierungsbedarf der Finanzintermediäre weltweit auf etwa 510 Milliarden USD belaufen, wobei 70 Prozent davon auf Finanzintermediäre in der Eurozone und weitere 12 Prozent davon auf Finanzintermediäre in der Ländergruppe «Other Mature Europe», welche die Länder Dänemark, Norwegen, Island, Schweden und die Schweiz umfasst, entfallen würden.

In der Schweiz geben sowohl die Credit Suisse wie auch die UBS an, die von der Finma und der SNB vorgegebene und bis 2013 verbindlich einzuhaltende Leverage Ratio von 3 Prozent auf Konzernebene heute schon zu erfüllen.⁴

Perspektiven für die Kapitalbeschaffung

Ebenfalls interessant sind in diesem Zusammenhang die Überlegungen des IWF, wie die Finanzintermediäre die notwendige Rekapitalisierung vornehmen können. Einerseits kann dies durch die Thesaurierung einbehaltener Gewinne (Reduktion oder Sistierung von Dividendenzahlungen) erfolgen, was jedoch voraussetzt, dass die Profitabilität der Finanzintermediäre wieder hergestellt wird. Als weitere Möglichkeit zur Rekapitalisierung der Banken kommt natürlich auch eine Reduktion der variablen Vergütungen (Boni) für das Management in Frage. Andererseits kann auch eine direkte Rekapitalisierung am Kapitalmarkt⁵ oder im Notfall durch den Staat erfolgen.

Der IWF schätzt die Möglichkeit einer Rekapitalisierung durch einbehaltene Gewinne als eher durchgezogen ein: «[...] *stronger earnings are not expected fully to offset writedowns over the next 18 months, resulting in continuing capital pressure.*» Mehrere Faktoren lassen vermuten, dass die Profitabilität der Finanzintermediäre insbesondere in der Eurozone

noch längere Zeit beeinträchtigt sein wird und dass die hohen Erträge der letzten Monate eher auf Sonderfaktoren wie ausserordentlich hohe Erträge aus dem Eigenhandel oder der gestiegenen Emissionstätigkeit für Unternehmens- und Staatsanleihen zurückzuführen sind. Der Höhenflug einzelner Finanztitel ist insofern nicht leicht nachvollziehbar, als zu erwarten wäre, dass sich die Finanzmarktakteure auf eine schärfere Finanzmarktregulierung einstellen sollten. Eine solche wird zwangsläufig auch die Profitabilität der Finanzinstitute reduzieren. Entweder erachten die Finanzintermediäre daher die Ankündigungen einer intensiveren Regulierung als unglaublich, oder sie rechnen damit, dass diese keinen Einfluss auf die künftige Profitabilität haben wird.⁶

Geringere Finanzmarktstabilität

Der IWF schliesst weitere Kapitaleinschüsse via öffentliche Haushalte beziehungsweise die Steuerzahler nicht aus. Dabei ist angesichts der stark angestiegenen Staatsverschuldung in gewissen Ländern der Handlungsspielraum für staatliche Rettungsaktionen eingeschränkt. In dieser Situation könnten daher Unsicherheiten darüber entstehen, ob die stark verschuldeten Staaten überhaupt noch in der Lage sind, die Stabilität ihrer Finanzsysteme zu gewährleisten. BUTER (2009a) kommt basierend auf eigenen Berechnungen etwa zum Schluss, dass wegen der eingeschränkten und in einzelnen Staaten sogar völlig abhanden gekommenen fiskalischen Handlungsfähigkeit das Finanzsystem gegenwärtig deutlich weniger stabil ist als noch vor Ausbruch der Krise. Dies umso mehr, wenn erneute Verwerfungen eintreten würden, bevor die öffentlichen Haushalte Zeit hatten, sich einigermassen wieder zu konsolidieren.

03 Funktion und Bedeutung des Finanzsektors

Beim Finanzsystem eines Landes als Kombination seiner Finanzmärkte und Institutionen sind analytisch zwei Dimensionen auseinander zu halten. Zur ersten Dimension zählen die grundlegenden volkswirtschaftlichen Funktionen, welche der Finanzsektor erfüllen muss. Diese Aufgaben betreffen vor allem die alloкатive Effizienz des Finanzsektors. Die zweite Dimension umfasst dagegen den Aspekt des Finanzsystems als Branche, die über komparative Vor- und Nachteile verfügt, damit im internationalen Wettbewerb steht und einen von Land zu Land unterschiedlich wichtigen Beitrag an die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung und Beschäftigung beisteuert. Diese Dimension umfasst letztlich industriepolitische Aspekte des Finanzsektors.

3.1 Grundlegende Funktionen von Finanzsystem und -intermediären

Zu den grundlegenden Funktionen des Finanzsystems und der Banken als Finanzintermediäre im engeren Sinn gehören die Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation (siehe beispielsweise BALL 2009 oder SANTOMERO et al. 2001). Diese Transformations- und Intermediationsfunktionen ermöglichen einer komplexen, arbeitsteiligen und ausdifferenzierten Volkswirtschaft dezentral die Ressourcen der Sparer für Investoren bereit zu stellen. Idealerweise trägt so das Finanzsystem zu einer ökonomisch effizienten Allokation der Ressourcen bei, was zu höheren Wachstumsraten und schliesslich zu einer höheren Kapitalausstattung der Volkswirtschaft sowie einem höheren Pro-Kopf-Einkommen der Einwohner des Landes beiträgt (siehe etwa LEVINE 2004). Zu den Grundfunktionen des Finanzsektors gehört natürlich auch die Rolle des Bindegliedes zwischen Realwirtschaft und Geldversorgung. Insbesondere die Banken fungieren hier als Agenten der Notenbank und versorgen die Unternehmen sowie die pri-

vaten Haushalte mit den notwendigen Krediten in Abhängigkeit der Notenbankpolitik.

Die grundlegenden Funktionen der Finanzintermediäre

Finanzintermediäre im engeren Sinne sind vor allem Banken, die sich öffentlich zur Entgegennahme von Geldern anbieten. Zu nennen sind ausserdem Versicherungen, Pensionskassen, Kapitalanlagegesellschaften, sonstige Allfinanz-Dienstleister und auch Börsen. Im weiteren Sinne werden sämtliche Institutionen, deren Leistungen die Zusammenführung von Kapitalangebot und -nachfrage unterstützen und eine Fristentransformation vornehmen, als Finanzintermediäre bezeichnet.⁷

Finanzintermediäre helfen auch bei der Transaktionsabwicklung. Dazu gehört das technische Zusammenführen von Kapitalangebot und -nachfrage, wie es durch Börsen und Anbieter alternativer Handelssysteme übernommen wird. Banken erbringen darüber hinaus Leistungen in Bezug auf die Anbahnung, den Abschluss und die Abwicklung von Finanztransaktionen. Schliesslich besteht eine wichtige Aufgabe der Finanzintermediäre in der Informationsintermediation, also der Informationsvermittlung zwischen Kapitalanbietern und Kapitalnachfragenden. Die Informationsintermediation (Monitoring) trägt ihrerseits zur Allokations- und Informationseffizienz des Finanzmarkts bei.

Kapitalmarktbasierendes vs. bankenbasierendes Finanzsystem

Mit zunehmendem technischem Fortschritt werden Unternehmen transparenter, Informationen verfügbarer und die Transaktionskosten fallen. Finanzintermediäre konkurrieren daher heute mit dem Kapitalmarkt, der ebenfalls effizient Geldkapital zwischen Wirtschaftssubjekten mit Kapitalüberschuss und solchen mit Kapitalbedarf vermittelt.

In angelsächsischen Ländern dominiert die kapitalmarkt-basierte Finanzierung, in der Eurozone, insbesondere in Deutschland, überwiegt ein bankenzentriertes Finanzsystem, während die Schweiz ein hybrides System mit Banken und Kapitalmärkten kennt. Zunehmend verdrängen heute auch sogenannte Institutionelle Finanzintermediäre (Pensionskassen, Versicherungen usw.) die traditionelle Intermediation der Banken im engeren Sinne.

Banken als Lösung für unvollkommene Märkte

In vollkommenen Märkten gibt es keine ökonomischen Erklärungen für die Existenz von Finanzintermediären im engeren Sinn. Solche sind nur denkbar, wenn Marktunvollkommenheiten, namentlich Informationsasymmetrien, existieren. Die Frage ist daher, welche Leistungen Finanzintermediäre besser erbringen können als andere Institutionen. Dabei geht es auch um die Bedeutung der Risikotransformation, da Banken sich entsprechend für mehr oder weniger Risiko entscheiden können.⁸

Kriterien, welche eine Einschätzung darüber erlauben, wie effizient die Finanzintermediäre ihre grundlegenden Funktionen erfüllen, sind beispielsweise die Kreditkosten, die Kreditmargen und die Kreditverfügbarkeit. Die Risikoprämien oder die Ausfallraten von Krediten bilden weitere Kriterien.

3.2 Die industriepolitische Dimension

Wenn der Finanzsektor nur die zentralen Funktionen der Losgrößen-, Fristen- und Risikotransformation für die Schweizerische Volkswirtschaft zu erfüllen hätte, dann wäre dies auch in einer Konfiguration mit mehreren kleinen oder mittleren Geschäftsbanken denkbar. Die genannten Funktionen des Finanzsektors könnten also in unterschiedlichen strukturellen Konfigurationen erfüllt werden. Eini-

ge Autoren weisen hier auch auf den Charakter dieser grundlegenden Dienstleistungen als «Public Utility» hin. In diesem Kontext ist auch der Hinweis auf andere Länder zu verstehen, die etwa über funktionierende Finanzsysteme ohne dominierende Grossbanken verfügen und dennoch international wettbewerbsfähige und bekannte Unternehmen beheimaten. Dazu zählen beispielsweise die nordischen Länder mit mehreren kleineren und mittleren Banken, aber gleichwohl global agierenden Grossunternehmen.

In einer dezentralen und primär marktwirtschaftlich organisierten Volkswirtschaft umfasst nun die zweite Dimension des Finanzsektors jene Unternehmen als Branche, die über komparative Vor- und Nachteile verfügen, damit im internationalen Wettbewerb stehen und einen von Land zu Land unterschiedlich wichtigen Beitrag an die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung und Beschäftigung beisteuern. Diese Dimension beinhaltet insbesondere die spezifischen Geschäftsmodelle der Finanzintermediäre sowie deren Spezialisierung. Dazu gehört weiter die Arbeitsteilung zwischen Staat und privaten Anbietern, welche auch die Frage umfasst, ob die grundlegenden Funktionen des Finanzsektors von privaten, staatlichen oder gemischtwirtschaftlichen Institutionen zu erfüllen sind. In der Schweiz trifft man im Finanzsektor beispielsweise alle drei Arten von Akteuren an, namentlich Privatbanken, genossenschaftliche Institute und Staatsbanken (Kantonalbanken). Und schliesslich gehört zu dieser zweiten Dimension auch die nationale Ausgestaltung der Regulierung und der Aufsicht, wobei schwergewichtig Fragen um die Standortfaktoren für den Finanzsektor sowie die regulatorischen Rahmenbedingungen im Zentrum stehen.⁹ Wichtige Kriterien sind hier etwa der direkte Beitrag des Finanzsektors zur gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung und zur Beschäftigung.

Bei der zweiten Dimension geht es aus einer Schweizer Perspektive vor allem um Standortvorteile, die rechtlichen Entwicklungen hinsichtlich des Bankgeheimnisses und die steuerlichen Rahmenbedingungen. Bezüglich der künftigen Regulierung stehen in diesem Zusammenhang das Anliegen einer internationalen Koordination und die Schaffung eines «level playing fields» (gleich lange Spiesse im internationalen Wettbewerb) im Vordergrund. Im Kontext der Vermögensverwaltung spielen natürlich auch die Wahrung der Reputation und Integrität des Finanzsektors eine wichtige Rolle.

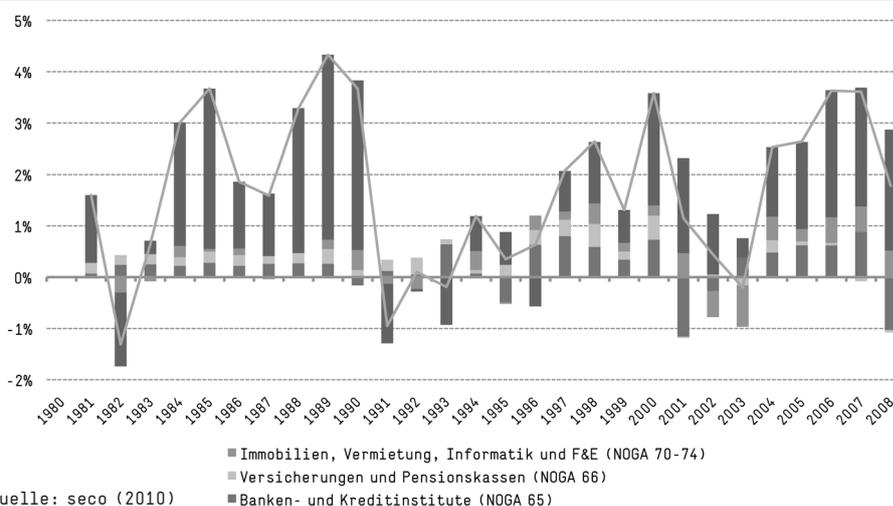
Solche industriepolitische Überlegungen dürften mit dazu beigetragen haben, dass in der Schweiz die Regulierungsbehörden im Sinne eines falsch verstandenen Schutzes «nationaler Champions» für die Grossbanken relativ schwach gehalten wurden. Es fällt in diesem Zusammenhang auf, dass die Ressourcen der Regulierungsbehörden in personeller wie auch in rechtlich-materieller Hinsicht gemessen an der Grösse der beiden Schweizer Grossbanken im internationalen Vergleich unterdotiert waren. Es muss hier aber auch betont werden, dass die Ab-

grenzung der zwei Dimensionen ein analytischer Behelf ist. Praktisch sind die Übergänge zwischen den beiden Dimensionen natürlich fließend und sie können auch gegenseitig in Konflikt geraten.

3.3 Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung des Finanzsektors in der Schweiz

Die Schweizerische Volkswirtschaft hat über die zweite Hälfte des letzten Jahrzehnts bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise ausgeprägt vom weltwirtschaftlichen Aufschwung profitiert (siehe auch AVENIR SUISSE 2007). Gleichzeitig hat sie bis Mitte 2007 intensiv am damit einhergehenden günstigen Finanzmarktgeschehen partizipiert. Mit ihrer Spezialisierung im Bereich der Finanzintermediation hat die Schweiz besonders substantiell an der gestiegenen Wertschöpfung bei den Kreditinstituten, Versicherungen und Unternehmen im Bereich Immobilien, Vermögensverwaltung und Rohstoffhandel partizipiert (seco 2006). Die Wachstumsbeiträge zum Bruttoinlandprodukt der Wirtschaftszweige Kredit- und Versicherungswesen waren gerade über die vergangene Dekade sehr hoch (Abb. 4).

Abb. 4: Wachstumsbeiträge des Finanzsektors im engeren Sinne zum BIP



Strukturmerkmale des Schweizerischen Finanzsektors

Es lohnt sich, ein paar Schlussfolgerungen aus einem Bericht des seco aus dem Jahre 2006 wiederzugeben (seco 2006), welche die ausserordentlich hohe volkswirtschaftliche Bedeutung des Kredit- und Versicherungswesens für die Schweiz veranschaulichen:

- Der Anteil des Finanzsektors am BIP ist bei einer beschränkten Stichprobe von Ländern in der Schweiz zwei bis drei Mal höher als in den übrigen europäischen Ländern und in Japan (13 bis 14 Prozent für die Schweiz, durchschnittlich 4

bis 5 Prozent für die europäischen Länder, 6 Prozent für Japan und rund 19 Prozent für Luxemburg).

- Auch der Anteil der Beschäftigten im Finanzsektor ist in der Schweiz rund zwei bis drei Mal höher als im europäischen Durchschnitt.

- Nur in der Schweiz können die Quartalsbeiträge des Finanzsektors zum BIP das gesamtwirtschaftliche Wachstum in den grünen oder roten Bereich kippen. Der Anteil des Finanzsektors von 13 bis 14 Prozent am BIP der Schweiz verstellt den Blick auf die Tatsache, dass über 50 Prozent des BIP-Quartalswachstums aus diesem Sektor stammen können. Obwohl in Luxemburg rund 20 Prozent des BIP im Finanzsektor erwirtschaftet werden, scheint der Einfluss des Sektors auf die BIP-Wachstumsraten geringer. Der Grund dafür liegt darin, dass sich auch die Komponente «übrige Wirtschaft» sehr dynamisch entwickelt, was in der Schweiz nicht der Fall ist.

Abb. 5: Wertschöpfungs- und Beschäftigungsanteile des Finanzsektors in Prozent des BIP

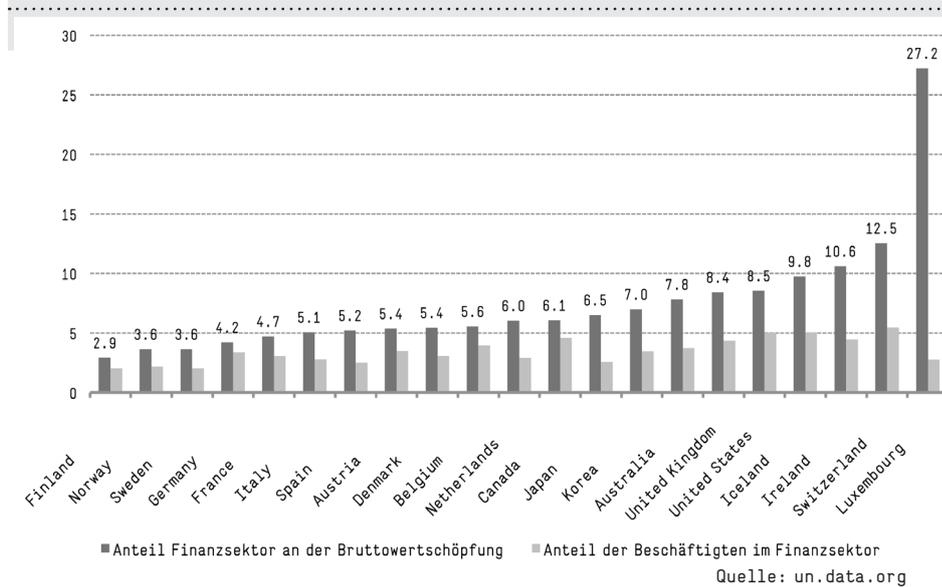
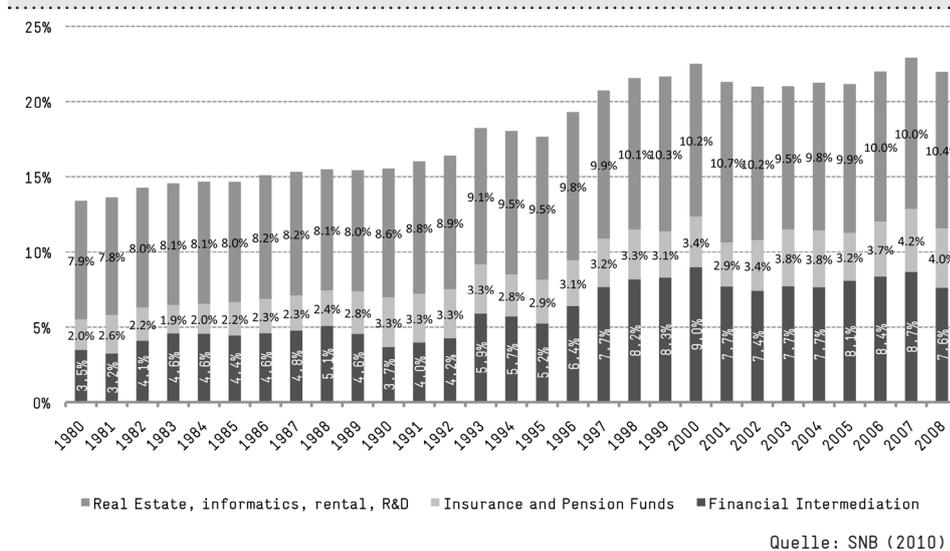


Abb. 6: Entwicklung der Wertschöpfungsanteile des Finanzsektors zum BIP in der Schweiz



Rasante Expansion der Wertschöpfung

Zwischen 1990 und 2008 ist das BIP der Schweiz um insgesamt 26 Prozent gewachsen. Die Wertschöpfung des breit definierten Finanzsektors (FIRE: Financial Intermediaries, Insurance, Real Estate) hat in dieser Zeit um knapp 46 Prozent zugelegt.¹⁰ Die einzelnen Komponenten haben sich dagegen sehr unterschiedlich entwickelt. Die Branche der Finanzintermediäre, also der Finanzsektor im engen Sinne, ist um 60 Prozent gewachsen, die Versicherungen und Pensionskassen um etwa 83 Prozent und die Branche Immobilien, Vermietung, Informatik und F&E um knapp 25 Prozent (geometrische Wachstumsraten).

Betrachtet man die Wertschöpfungsanteile des Finanzsektors und fokussiert auf die Finanzintermediäre im engeren Sinne, zeigt sich, dass sich deren Wertschöpfung von rund 4 Prozent zu Beginn der 1990er Jahre auf knapp 8 Prozent bis etwa 2005 beinahe verdoppelt hat.

Ist der Finanzsektor für die Schweiz ein Klumpenrisiko?

Der IWF hat in seinem letzten Länderbericht (IMF 2009c) darauf hingewiesen, dass es kaum ein anderes Land gebe, welches derart stark vom Gang der internationalen Finanzflüsse abhängig sei wie die Schweiz: «*Swiss fortunes are aligned with the health of the global financial system*». Der IWF findet, dass eine rückläufige Börsenkapitalisierung in der Schweiz eng mit einem Rückgang der Exporterlöse aus Finanzdienstleistungen und einem Rückgang des BIP-Wachstums korreliert. Die

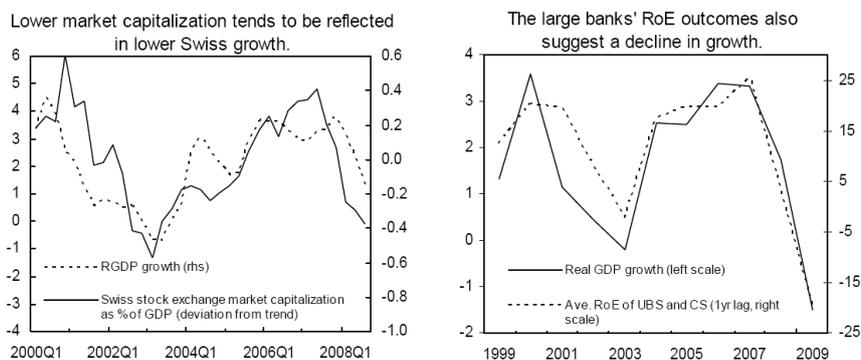
Aktienrenditen der beiden Grossbanken sind ausserdem gute Prädiktoren für das Wirtschaftswachstum in der Schweiz.

Gemäss IWF ist die Veränderung der Marktkapitalisierung des Finanzsektors in der Schweiz ausgeprägt mit dem BIP-Wachstumsbeitrag des Finanzsektors korreliert (Korrelationskoeffizient von 0.75). 2008 fiel die Marktkapitalisierung um insgesamt 10.4 Prozent und der Wertschöpfungsbeitrag ging um 7.2 Prozent zurück. Angesichts des hohen Gewichts des Finanzsektors in der Volkswirtschaft reduzierte der Rückgang der Marktkapitalisierung die gesamtwirtschaftliche Wertschöpfung direkt um 1.4 Prozentpunkte. Gleichzeitig ist davon auszugehen, dass die verschiedenen Schocks auf den Finanzsektor indirekte Wirkungen zeitigen (verminderte Funktionsfähigkeit des Finanzsektors, geringeres Kreditvolumen usw.).

Hohe Korrelation der Wertschöpfung des Finanzsektors mit dem BIP

Eine ökonometrische Schätzung mit Quartalsdaten seit 1980 zeigt, dass ein Rückgang der Marktkapitalisierung des Finanzsektors um einen Prozentpunkt über die jeweils folgenden 4 bis 6 Quartale das BIP-Wachstum um rund einen halben Prozentpunkt be-

Abb. 7: Korrelation zwischen Marktkapitalisierung, Eigenkapitalrendite der Grossbanken und BIP-Wachstum



Quelle: IWF (2009c)

lastet (IMF 2009c). Aufgrund dieser Berechnungen sagte der IWF im Herbst 2008 voraus, dass der erwartete Rückgang der Wertschöpfung im Finanzsektor um 7.2 Prozent sich in einen Rückgang des BIP-Wachstums um 3.5 Prozentpunkte über ungefähr ein Jahr übersetzen würde (direkter und indirekter Effekt). Tatsächlich haben wohl mehrere Faktoren diesen Rückgang gebremst. Gleichwohl suggeriert der IWF, dass allein aus der Grösse des Finanzsektors schon ein erhebliches volkswirtschaftliches Risiko resultiert.¹¹

Ähnlich wie der IWF argumentiert die OECD (2009), welche in ihrem Länderbericht zur Schweiz die hohen Risiken hervorhebt, die aus der Grösse des Finanzsektors hervorgehen. Die OECD betont dabei jedoch die hohen Risiken aus der Grösse insbesondere der zwei Grossbanken und nicht des Finanzsektors per se: *«The crisis has underscored the considerable systemic risks to the Swiss economy posed by the exceptionally large size, in relation to GDP, of its major financial institutions, particularly the two biggest banks, and their extensive cross-border financial activities. Although the losses of the two major banks were not exceptional in absolute terms, they were very large in relation to their capital and in relation to the overall economy»* (OECD 2009).

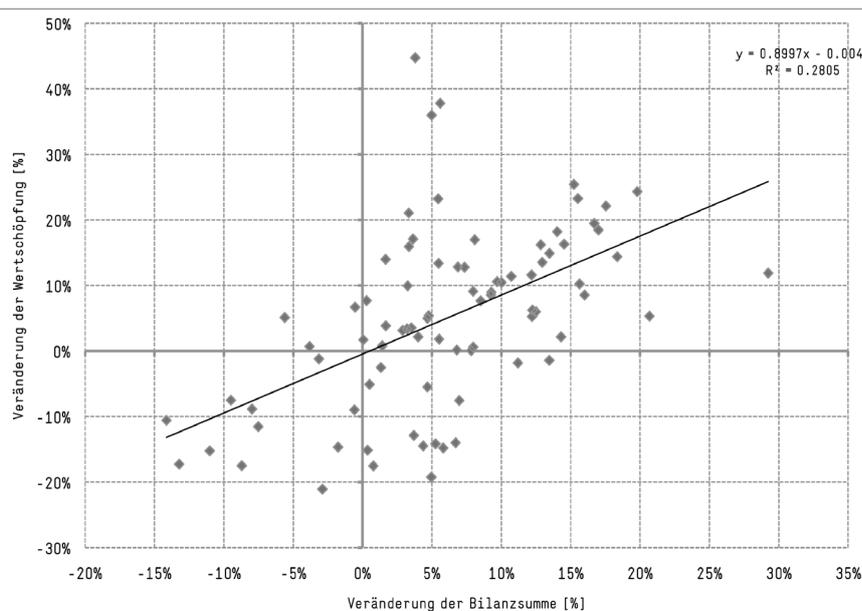
Die einfachen Korrelationskoeffizienten zwischen sektoraler Wertschöpfung und BIP, berechnet aufgrund von Daten des 4. Quartals 1987 bis zum 2. Quartal 2009, betragen beim Finanzsektor im weiteren Sinne (Sektorklassifikation A5) +0.64 und bei der Wertschöpfung des Finanzsektors im engeren Sinn (Klassifikation A16) + 0.53. Diese Korrelationskoeffizienten liegen somit stets etwas über jenen der übrigen Wirtschaftssektoren.

Breit diversifizierte Branchenstruktur der Schweiz

Das gesamtwirtschaftliche Risiko des Finanzsektors ist mit den Risiken anderer Sektoren zu vergleichen. Gemessen an der Beschäftigung ist beispielsweise der Gesundheitssektor grösser als der Finanzsektor und gemessen an der Wertschöpfung überflügelt der Industriesektor den Finanzsektor. Würde beispielsweise die Pharmabranche von einer Krise überrascht, hätte dies aufgrund der Grösse dieser Branche erhebliche Auswirkungen auf die schweizerische Volkswirtschaft in Form eines Einbruchs der Beschäftigung und der Wertschöpfung, wenn auch die direkten Auswirkungen regional sehr unterschiedlich ausfallen würden.

Die Grösse des Sektors allein, gemessen am Wertschöpfungs- und Beschäftigungsanteil, kann daher kein Kriterium für das volkswirtschaftliche Risiko sein. Die Schweizer Finanzintermediäre sind zudem überwiegend in der Vermögensverwaltung spezialisiert, welche abgesehen von Reputationsrisiken relativ geringe volkswirtschaftliche Risiken birgt. Ferner weist die Schweiz eine im internationalen Vergleich und unter Berücksichtigung der Grösse der Volkswirtschaft breit diversifizierte Branchenstruktur auf. Dies im Gegensatz zu anderen kleinen Ländern, die nur in einem Sektor beziehungsweise einer volkswirtschaftlichen Branche spezialisiert sind. Die hohe Diversifikation der Branchenstruktur macht die Schweiz im Gegensatz zu anderen Ländern mit einer geringeren Diversifikation resistenter gegen konjunkturelle Schocks. Aufgrund der hohen strukturellen Diversifikation kann die Schweiz daher auch Schocks im Finanzsektor besser absorbieren als andere Länder. Die volkswirtschaftlich relevanten Risiken, welche aus dem Finanzsektor erwachsen, ergeben sich daher weniger aus der Struktur des Sektors als vielmehr aufgrund des spezifischen Geschäftsmodells einzelner Unternehmen innerhalb des Finanzsektors.

Abb. 8: Veränderung der Bilanzsumme der Banken und der Wertschöpfung des Finanzsektors (A5), Q4 1988 – Q2 2009



Quelle: SNB (2010), seco (2010), eigene Berechnungen

Gesamtwirtschaftliche Risiken des Finanzsektors
Gesamtwirtschaftliche Risiken des Finanzsektors würden etwa dann erwachsen, wenn durch seine Expansion die gesamtwirtschaftliche Ressourcenallokation erheblich verzerrt würde. Tatsächlich kann man in der Schweiz im Sektor der Finanzintermediäre im engeren Sinne ab Mitte der 1990er Jahre einen rasanten Zuwachs des Wertschöpfungsanteils beobachten. Allerdings wird sich später noch zeigen, dass dieser Zuwachs beziehungsweise diese Ausdehnung überwiegend auf das Bilanzwachstum der beiden Grossbanken zurückzuführen ist.

Schliesslich ist festzuhalten, dass sich das Risiko eines Sektors nicht an den beiden Grössen Wertschöpfung und Beschäftigung ermesen lässt. Vielmehr erwächst es aus der zentralen und essentiellen Funktion des Sektors für die gesamte Wirtschaft, also seiner funktionalen Stellung innerhalb der

Volkswirtschaft. Auf die systemischen Risiken wird weiter unten noch eingegangen.

04 Der Wandel des Geschäftsmodells der Grossbanken seit Beginn der 1990er Jahre

In der Finanzmarktkrise 2007/2008 stellten sich die Banken, allen voran die Investment-Banken, als schwächstes Glied im System der Finanzintermediation heraus. Ursächlich für den Beinahe-Kollaps des Finanzsystems war eine Preiskorrektur am US-Immobilienmarkt. Die Auswirkungen dieser Korrektur waren deshalb so gravierend, weil Hypothekarkredite unterschiedlichster Qualität zum Teil mehrfach verbrieft, also in unabhängige Wertpapiere fragwürdiger Bonität gewandelt worden waren. Das gemessen am Ausmass des gesamten US-Hypothekenmarktes relativ kleine Segment der Subprime-Hypotheken verzeichnete in der Folge eine über den langjährigen Durchschnitt gestiegene Ausfallrate. Bei den Finanzintermediären, die solche Kredite direkt oder indirekt als verbrieftete Derivate in ihren Bilanzen führten, erzwangen diese Ausfälle einen Entschuldungsprozess (Deleveraging), welcher schliesslich wichtige und – wie sich später herausstellen sollte – vor allem systemrelevante Finanzintermediäre ihres Eigenkapitals beraubte. Mangels alternativer Rekapitalisierungsmöglichkeiten und Liquiditätsversorgung – die Ausleihungen am Interbankenmarkt waren wegen des allgemeinen Vertrauensschwundes zwischen den Banken zwischenzeitlich praktisch zum Erliegen gekommen – mussten die erlittenen Verluste durch Notverkäufe von Aktiven und damit durch drastische Bilanzverkürzungen aufgefangen werden, was den Preiszerfall abermals beschleunigte (siehe bspw. GORTON 2008a und 2008b oder STEIL 2009).

Mehrere prozyklisch wirkende Elemente des Regulierungsrahmens der Finanzmärkte, die bei steigenden Preisen von Bilanzwerten eine zunehmende Verschuldung erlaubten, wirkten plötzlich in entgegen gesetzte Richtung und heizten die Verlust- und Abschreibungsspirale an. Dazu gehören etwa die Rechnungslegungsvorschriften, welche eine Bewertung der Aktiven zu aktuellen Marktprei-

sen anstatt zu historischen Buchwerten verlangen (fair value bzw. market to market). Die Abwärts-spirale in den Bankenbilanzen setzte sich über die zahlreichen Verflechtungen der Finanzintermediäre via den Interbankenmarkt und andere Kanäle fort, was eine rasche Übertragung auf weitere Finanzintermediäre bewirkte und schliesslich das Finanzsystem insgesamt an den Rand des Zusammenbruchs brachte (BRUNNERMEIER et al. 2009, BRUNNERMEIER 2009). Bei den Ereignissen, die ab Sommer 2007 an den Finanzmärkten abliefen, handelte es sich letztlich um eine Art Bankensturm, mit dem Unterschied allerdings, dass nicht das breite Anlegerpublikum die Bankenschalter stürmte, sondern vor allem auf Druck Institutioneller Anleger und Grossinvestoren die Banken selbst ihre Aktiven in Sicherheit zu bringen versuchten und kurzfristige Ausleihungen am Interbankenmarkt abrupt einstellten.

Von den Wertberichtigungen am US-Immobilienmarkt waren über die beiden halbstaatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac in erster Linie US-Investment Banken betroffen aber auch Finanzintermediäre, die indirekt über verbrieftete Derivate im Immobilienmarkt investiert waren oder solche emittiert hatten. Aufgrund der fehlenden Standardisierung solcher Derivate wurde deren Bewertung erschwert und ansonsten liquide Märkte für derivative Finanzinstrumente wurden plötzlich illiquid.

Investment-Banken wurden in den USA dem Schattenbankensystem zugerechnet, welches bezüglich Eigenkapitalunterlegung geringeren Regulierungsanforderungen genügen muss, aber dafür auch keinen Zugang zu Notenbankgeld über das Diskontfenster der Zentralbank hat. Die betroffenen Institute konnten daher nicht direkt von den Liquiditätshilfen der Notenbanken profitieren. Als sich die Krise

im September 2008 zuspitzte, sahen sie sich deshalb gezwungen, ihren rechtlichen Status zu ändern, um als «normale» Geschäftsbanken von der Notenbank Hilfe erhalten zu können.¹²

Obwohl die Notenbanken rasch und koordiniert, wenn auch oft ad hoc interveniert haben, kulminierte der Deleveraging-Prozess Mitte September 2008 im Konkurs der viertgrössten US-Investment Bank Lehman Brothers. Bereits zuvor waren Merrill Lynch und Bear Stearns von der Bank of America beziehungsweise J. P. Morgan Chase übernommen worden und die halbstaatlichen Hypothekenbanken Freddie Mac und Fannie Mae mussten durch die öffentliche Hand gestützt werden. Dasselbe traf auf den Versicherer AIG zu.¹³

Auch in der Schweiz waren die beiden Grossbanken mit ihren Investmentbankaktivitäten direkt und indirekt von den Verwerfungen an den US-Geld- und -kapitalmärkten betroffen. Der rasch einsetzende Vertrauensverlust am Interbankenmarkt und die plötzlich versiegende Liquidität in wichtigen Marktsegmenten führten dazu, dass auch die beiden Schweizer Grossbanken UBS und Credit Suisse unter Druck gerieten.¹⁴ Eine zentrale Frage ist daher, weshalb die beiden Schweizer Grossbanken überhaupt in den Strudel der Ereignisse geraten sind und wie es kommen konnte, dass sie innerhalb sehr kurzer Zeit fast ihres ganzen Eigenkapitals verlustig gehen konnten, während andere inländisch orientierte Banken von den Störungen an den Finanzmärkten weitgehend verschont geblieben sind.

Weil eine Antwort auf diese Fragen im Wandel des Geschäftsmodells der beiden Grossbanken liegt, wird im Folgenden in einem ersten Schritt die Entwicklung und Veränderung des Geschäftsmodells der beiden Schweizer Grossbanken seit Mitte der 1990er Jahre kurz dargestellt. Dabei wird gezeigt,

wie das traditionelle Bankengeschäft der beiden Grossbanken zunehmend von einer Ausweitung des Investment Banking dominiert wurde. Zudem haben sich die beiden Grossbanken konsequent globalisiert, was sich am relativ schrumpfenden Inlandgeschäft manifestiert. Begleitet wurden diese Entwicklungen ab der zweiten Hälfte der 1990er Jahre von einem zunehmenden Verschuldungsgrad der Grossbanken. Im Laufe der Krise erwiesen sich die eigenen Mittel schnell als ungenügend, so dass schliesslich die UBS und die Credit Suisse notfallmässig frisches Kapital aufnehmen mussten. Im Fall der UBS musste der Staat stützend eingreifen, während es der Credit Suisse gelang, sich am Kapitalmarkt zu rekapitalisieren. Im zweiten Abschnitt wird die Mechanik zwischen hohem Leverage und Bilanzausweitung dargestellt.

4.1 Vom traditionellen Bankengeschäft zur Universalbank

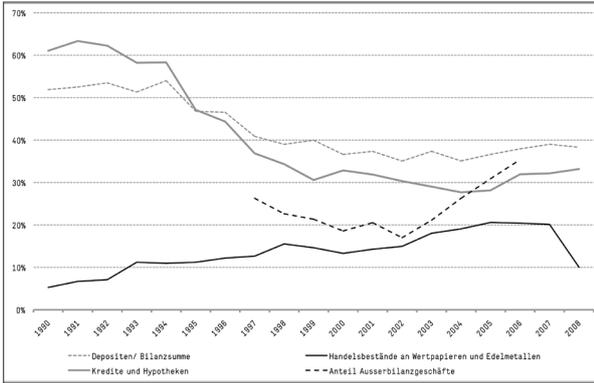
Der Wandel des Geschäftsmodells der Grossbanken in der Schweiz im historischen Kontext ist bereits an anderen Orten ausführlich diskutiert worden (siehe beispielsweise BAUMANN und RUTSCH 2008). Mittels ausgewählter Bankenstatistiken der Schweizerischen Nationalbank (SNB) werden deshalb im Folgenden der Wandel und die damit verbundenen Entwicklungen hier nur cursorisch illustriert mit dem Ziel, die Bedeutung des von den Grossbanken eingeleiteten Strategiewechsels im Rahmen des verfolgten Universalbankenmodells ab Mitte der 1990er Jahre zu veranschaulichen.

Das Investment Banking umfasst folgende Geschäftsbereiche:

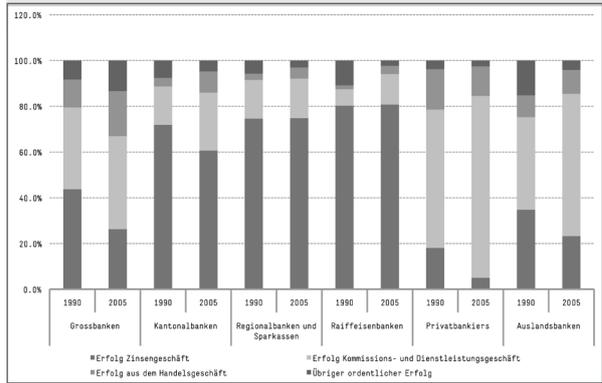
- Emissionstätigkeit am Primärmarkt (Emission von Fremd- und Eigenkapital),

Abb. 9: Entwicklung des Geschäftsmodells der Grossbanken in der Schweiz

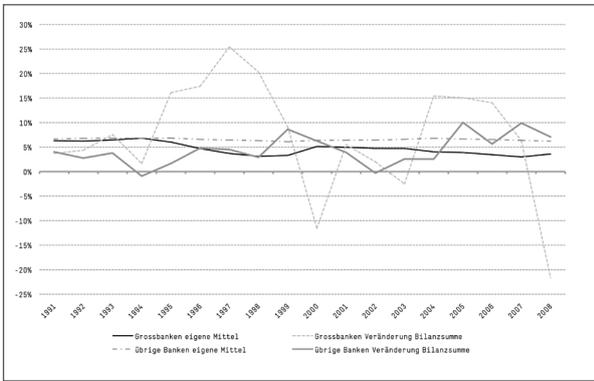
1. Relativer Rückgang des traditionellen Bankengeschäfts



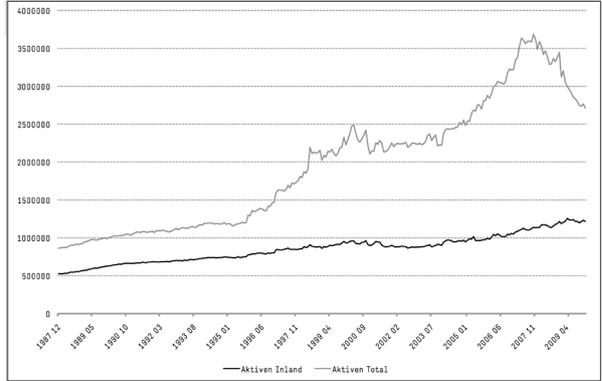
2. Erfolgsbeiträge nach Bankengruppen in Prozent



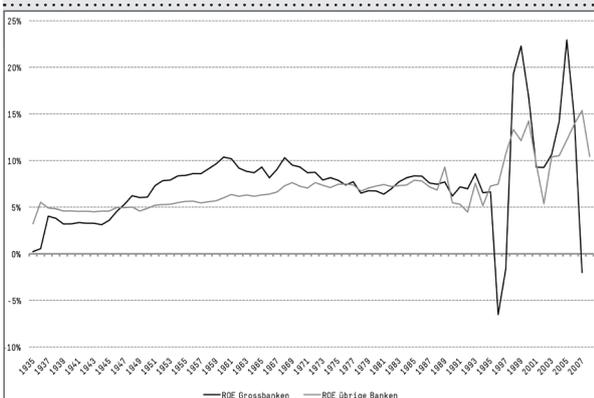
3. Variation der Bilanzsummen und eigenen Mittel



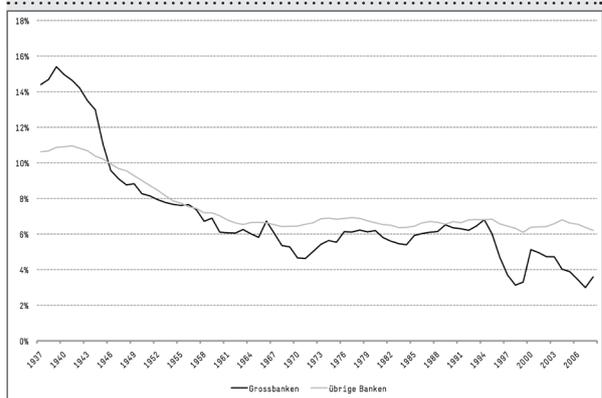
4. Aktiven Total und Aktiven im Inland



5. Eigenkapitalrenditen



6. Eigene Mittel



Quelle: SNB (2010), eigene Berechnungen

- Beratung und Vermittlungsdienstleistungen beim Erwerb und Verkauf von Unternehmensbeteiligungen (Mergers and Acquisitions, M&A),
- Handel von Wertpapieren im Auftrag von Kunden am Sekundärmarkt sowie Eigenhandel mit Wertpapieren oder Devisen.

Schrumpfung des traditionellen Bankengeschäfts und Ausweitung des Auslandsgeschäftes

Gemessen an der Bilanzsumme der Grossbanken sinkt auf der Passivseite die Bedeutung des traditionellen Kerngeschäfts mit zinstragenden Einlagen markant von einem Anteil von über 50 Prozent zu Beginn der 1990er Jahre auf noch rund 35 Prozent im Jahr 2005.¹⁵ Komplementär dazu fällt auf der Aktivseite die Kredit- und Hypothekenvergabe von einem Anteil von über 60 Prozent Anfang der 1990er Jahre auf noch rund 30 Prozent ab der Jahrtausendwende.

Ein weiteres Merkmal des Wandels des Geschäftsmodells betrifft die rasche Zunahme des Auslandsgeschäftes. Die Aktiven beziehungsweise Passiven in ausländischer Währung machten zu Beginn der 1990er Jahre etwa 40 Prozent der Bilanzsumme aus und stiegen bis 2006 auf rund 80 Prozent an. Zwischenzeitlich sind die entsprechenden Bilanzpositionen wieder auf noch gut zwei Drittel gesunken, absolut gesehen sind aber die Verpflichtungen in ausländischer Währung nach wie vor hoch.

Fast spiegelbildlich zu den geschilderten Entwicklungen steigt auf der Aktivseite der Grossbankenbilanzen die Bedeutung des Wertschriftenhandels, und hier vor allem des Eigenhandels. Zur Begründung für den Eigenhandel gehören als wichtigste Argumente, dass Investment-Banken auch die Rolle des «market makers» bei der Einführung neuer Finanzprodukte übernehmen und so Liquidität in den verschiedenen Marktsegmenten herstellen müssen. Dies kommt

auch anderen Marktteilnehmern zu Gute, indem die Preisfindung auf den Märkten erleichtert wird. Es ist indes auch zu erwähnen, dass sich durch den Eigenhandel bei grossen Investmentbanken Interessenkonflikte zu den Kundeninteressen ergeben können.

Die Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen steigen von rund 5 Prozent Anteil an der Bilanzsumme zu Beginn der 1990er Jahre auf über 20 Prozent in den Jahren 2005 bis 2007 an. Die Handelstätigkeit dürfte mit der verfügbaren Statistik insofern unterschätzt werden, als die ausserbilanziellen Aktivitäten nicht ausgewiesen sind. Typischerweise begründen Ausserbilanzgeschäfte Eventualverbindlichkeiten. Innovative und mit der Ausweitung des Investment Bankings verbundene Ausserbilanzgeschäfte umfassen beispielsweise den Handel mit Derivaten, Repos oder Investitionen in Hedge Funds sowie private Beteiligungsgesellschaften (Private Equity) und die Finanzierung von sogenannten Conduits oder Special Investment Vehicles (Zweckgesellschaften). Ebenfalls gehören dazu verbrieftete Kreditversicherungen, sogenannte Credit Default Swaps (CDS). Traditionell gehören natürlich auch die verwalteten Vermögen zum Ausserbilanzgeschäft. Die ausserbilanzielle Verbuchung dieser Verbindlichkeiten bedeutet, dass sie kaum mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. Da Eigenkapital teuer ist, schafft dies starke Anreize, solche Vehikel überhaupt zu schaffen und so eine Art «versteckte» Bilanzausweitung vorzunehmen.¹⁶

Statistiken zu den ausserbilanziellen Geschäften sind direkt nicht verfügbar, aufgrund der SNB-Statistik kann jedoch ungefähr deren Bedeutung ermessen werden. So wird ersichtlich, dass das regulatorisch erforderliche Eigenkapital zur Unterlegung ausserbilanzieller Verpflichtungen auf gegen 35 Prozent des gesamten erforderlichen Eigenkapitals im Jahr 2006 angestiegen ist.

Gestiegener Anteil des Eigenhandels

Vordergründig scheint das Universalbankenmodell der Grossbanken, gemessen an den Erfolgsbeiträgen der Bereiche Zins-, Handels-, Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft sowie der übrigen Aktivitäten, besser diversifiziert zu sein als etwa das der Kantonalbanken oder Raiffeisenkassen, die einseitig auf das Zinsgeschäft fokussiert sind oder das der Privatbanken, welche ihre Erträge überwiegend aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft mit der Vermögensverwaltung generieren. Das an sich gut diversifizierte Geschäftsmodell der Grossbanken überdeckt aber signifikante Verschiebungen in der Geschäftstätigkeit seit den 1990er Jahren. So weisen die offiziellen Statistiken beispielsweise die stattgefundene Ausdehnung des Handels mit Wertschriften und Edelmetallen auf eigene Rechnung ab Mitte der 1990er Jahre nicht gesondert aus. Dabei mag der Eigenhandel nominell nur einen relativ geringen Anteil des gesamten Bankengeschäfts ausmachen. Im Eigenhandel ist jedoch der Hebel beziehungsweise der Verschuldungsgrad sehr hoch, was einerseits die Erträge und andererseits auch die Volatilität und damit das Risiko der Erträge steigert.

Zunahme der Volatilität der Bilanzsumme

Mit den genannten Verschiebungen geht gleichzeitig eine Zunahme der Volatilität des Geschäftserfolges, der Bilanzsumme und der Profitabilität gemessen am Return on Equity (ROE, Eigenkapitalrendite) der Grossbanken einher.¹⁷ Während die *ex post* ermittelte Standardabweichung des jährlichen prozentualen Wachstums der Bilanzsumme für die Grossbanken zwischen 1980 und 1994 noch knapp 4 Punkte beträgt, steigt sie ab 1995 auf fast 10 Punkte. Demgegenüber bleibt die Standardabweichung bei den übrigen Banken mit 3 bis 4 Punkten über den gesamten Beobachtungszeitraum relativ konstant.¹⁸

Geringe Zunahme der mittleren Eigenkapitalrendite – dafür höhere Volatilität

Mit der Neuorientierung des Geschäftsmodells der Grossbanken ist erstaunlicherweise kaum eine signifikante Zunahme des mittleren Returns on Equity (ROE) verbunden. Die Eigenkapitalrendite betrug zwischen 1984 und 1994 für die Grossbanken durchschnittlich 7.5 Prozent und 7.2 Prozent für alle übrigen Banken (alle Banken ohne Grossbanken). Zwischen 1995 und 2007 konnte zwar eine Steigerung auf 10.4 für die Grossbanken bzw. auf 11.6 Prozent für die übrigen Banken erzielt werden. Allerdings ist auch die Standardabweichung gestiegen, von 0.7 auf 9.0 Punkte für die Grossbanken und von 1.6 auf 3.0 Punkte für alle übrigen Banken.

Der ROE konnte folglich unter dem neuen Geschäftsmodell der Grossbanken um gut einen Drittel gesteigert werden, unter Inkaufnahme allerdings einer Erhöhung der Volatilität – gemessen an der Standardabweichung – um weit über 100 Prozent! Das Geschäftsmodell der Grossbanken ist damit deutlich risikoreicher geworden. Die mittlere Rendite und deren Volatilität impliziert, dass in rund zwei Drittel aller Jahre der ROE in einem Intervall von 1.4 bis 19.4 Prozent und in 95 Prozent aller Jahre von etwa -7.6 bis +28.4 Prozent schwankt. Dies sind relativ grosse Schwankungsbereiche, die eher risikofreudige Investoren anziehen.¹⁹

Gestiegener Verschuldungsgrad

Mit der Fokussierung auf das Investment Banking ist auch der Leverage, also das Verhältnis der Bilanzsumme zum Eigenkapital, gestiegen. Die Eigenkapitalrendite, aber auch die Variabilität (Standardabweichung), steigt mit dem Leverage linear an. Die eigenen Mittel sanken von durchschnittlich 6 bis 7 Prozent der Bilanzsumme vor Mitte der 1990er Jahre auf noch 3 bis 4 Prozent danach. Der Rückgang

Tab. 2: Standardabweichungen Bilanzsumme, Bruttogewinn und ROE der Grossbanken und übrigen Banken

	Grossbanken			Übrige Banken		
	Bilanzsumme	Bruttogewinn	ROE	Bilanzsumme	Bruttogewinn	ROE
1980 - 1994	3.8	-	-	3.2	-	-
1984 - 1994	-	-	0.7	-	-	1.6
1988 - 1994	-	23.1	-	-	19.9	-
1995 - 2007	9.7	27.4	9.0	3.6	14.8	3.0
Durchschnittlicher ROE:						
1984 - 1994			7.5 %			7.2 %
1995 - 2007			10.4 %			11.6 %

Quelle: eigene Berechnungen, SNB (2010)

der eigenen Mittel erlaubte eine fast proportionale Ausweitung der Bilanzsumme. Im Jahr 2007 betrug die Leverage Ratio der beiden Grossbanken zusammen noch 3 Prozent: mit einem Franken eigener Mittel wurde ein Hebel von über 30 betätigt.

Der Grund, weshalb der Leverage Ratio in der Diskussion eine so hohe Bedeutung zukommt, erklärt sich dadurch, dass beispielsweise bei einem Leverage von 30, ein Rückgang der gesamten Bilanzaktiven etwa infolge Abschreibungen oder Wertberichtigungen um durchschnittlich 3 bis 4 Prozent letztlich den Verlust des gesamten Eigenkapitals impliziert.

4.2 Wandel des Bankenumfelds

Die beschriebene Verschiebung der Geschäftsstrategie der Grossbanken hin zum Investment Banking mit höherem Anteil Eigenhandel und einer Ausdehnung der ausserbilanziellen Aktivitäten erfolgte vor dem Hintergrund mehrerer Entwicklungen, die hier nur skizziert werden können. Die wichtigsten betreffen Veränderungen im makroökonomischen Umfeld nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems sowie regulatorische Anpassungen.

Abnehmende Profitabilität im traditionellen Kerngeschäft

Immer wieder wird erwähnt, dass im traditionellen Kerngeschäft die Profitabilität über die letzten zwei Jahrzehnte erheblich gesunken ist und so die Banken zum Erschliessen neuer Geschäftsfelder gezwungen habe. Die Abnahme der Profitabilität ist einerseits auf

eine im Zuge der Marktöffnung und dem Aufbrechen der kartellistischen Strukturen gestiegene Wettbewerbsintensität im Finanzsektor zurückzuführen. Andererseits haben in der Schweiz gerade die Grossbanken im Laufe der Immobilienkrise in der ersten Hälfte der 1990er Jahre erhebliche Rückschläge im Hypothekengeschäft hinnehmen müssen. Beides hat dazu geführt, dass die Ergiebigkeit des Binnengeschäftes abgenommen hat. Dagegen lagen die attraktiven Wachstumsmärkte im Ausland.

Günstige Börsenentwicklung

Weiter ist der Börsenaufschwung zu nennen, der zu Beginn der 1990er Jahre einsetzte. Der SMI stieg von unter 1400 Punkten Ende 1990 auf über 8200 Punkte im August 2000 (+485 Prozent). Nach einem Einbruch auf knapp 4000 Punkte bis März 2003, folgte ein neuerlicher Anstieg auf fast 9500 Punkte im Mai 2007 (+138 Prozent). Vor allem über den Eigenhandel konnten die Grossbanken an diesen Börsenaufschwüngen partizipieren.²⁰

Veränderungen des regulatorischen Umfelds

Ausgehend von den USA und Grossbritannien erfolgten verschiedene Re- und Deregulierungswellen.

Abb. 10: Börsenindex und Anteil Handelsbestände an der Grossbankenbilanzsumme



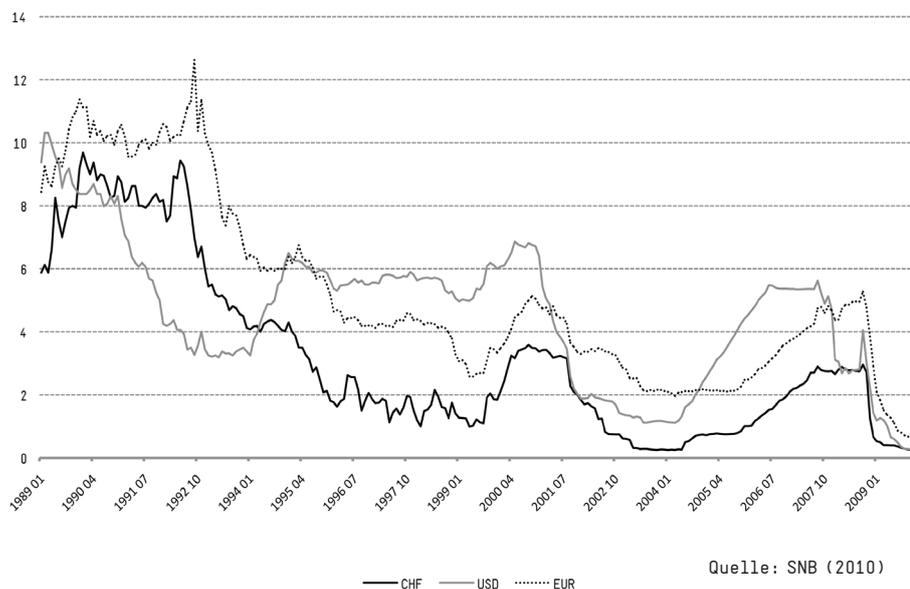
Quelle: SNB (2010) eigene Berechnungen

Angefangen mit dem «Big Bang» in Grossbritannien im Jahr 1986 bis hin zur Aufhebung des Glass-Steagall Act Ende 1999, welches bis dahin in den USA ein Trennbankensystem vorschrieb. Für die Schweiz von Relevanz waren einerseits auch die Liberalisierung des Bankengeschäfts im Inland und andererseits die internationalen Bestrebungen der Bankenregulierung im Rahmen des Basler-Prozesses. So wurde 1988 die Risikogewichtung der Aktiven eingeführt. Auf Mitte der 1990er Jahre erfolgten weitere Lockerungen hinsichtlich der Eigenmittelunterlegung von Bankaktiven und Bi-

lanzverbindlichkeiten, was beispielsweise die Ausdehnung des Eigenhandels förderte. Die Schweiz hat diese internationalen Regulierungsstandards jeweils übernommen, wobei diese mit Sonderregelungen ergänzt bzw. verschärft wurden (Swiss Finish). Tatsächlich kann aber die fast sprunghafte Zunahme der Variabilität der Bilanzsumme und des ROE in der Schweiz auf das Jahr

1996 datiert werden, als die Eigenmittelunterlegung für den Handel mit Wertschriften gelockert und damit eine Erhöhung des Verschuldungsgrades möglich wurde.

Abb. 11: Entwicklung der 3-Monats-Zinsen



Quelle: SNB (2010)

Langanhaltende Tiefzinsphase

Wichtig ist auch die lang anhaltende Tiefzinsperiode, die die Finanzierung durch Fremdkapital begünstigte. Seit Beginn der 1990er Jahre sind die nominalen Geldmarktzinsen für den CHF, den USD, die DEM beziehungsweise den EUR bis zu Beginn der 2000er Jahre um gegen 8 Prozentpunkte gefallen. In der Schweiz betrug beispielsweise der nominale 3-Monats-Libor im Mai 1992 fast 9.5 Prozent. Bis zum Frühjahr 1999 ist dieser auf unter ein Prozent gefallen. Synchron dazu ist auch die Inflation gefallen, was ein gleich gerichtetes Sinken der Realzinsen mit sich brachte. Dies geschah zudem in einem globalen und demographischen Kontext, in welchem die privaten und institutionellen Investoren, die Aktionäre und ebenso die Kleinanleger einen höheren Risikoappetit zu entwickeln begannen.²¹

Berechenbarere Geldpolitik

Hinzu kommt, dass die Geldpolitik berechenbarer geworden ist. Exemplarisch dafür ist der berühmte berüchtigte «Greenspan Put». Ab Mitte der 1980er Jahre senkte die US-Notenbank bei fast jeder Krise oder Verwerfung umgehend die Leitzinsen und stellte dem Finanzsystem grosszügig Liquidität zur Verfügung, um eine weitere Verschlechterung der Märkte zu verhindern. Exemplarisch dafür ist der Fall von Long Term Capital Management (LTCM), als das Fed zur Stützung der Märkte erhebliche Liquiditätshilfen verabreichte. Solche Aktionen hatten insofern eine negative Konditionierung der Finanzmärkte zur Folge, als diese fortan antizipieren konnten, dass Probleme bei grossen Finanzintermediären oder sonstige nicht konjunkturell bedingte Verwerfungen an den Finanzmärkten stets durch eine entsprechend expansive Geldpolitik akkomodiert werden würden.²² Zusammen mit dem Ausbau des Einlegerschutzes in vielen Ländern veränderte dies das angesichts der Existenz eines «Lenders of Last Resort» (LOLR) ohnehin bestehende Verhaltensrisiko im Finanzsystem (Moral Hazard).^{23, 24}

Finanzinnovationen

Als weitere treibende Kraft und Motor des Strukturwandels ist schliesslich das Aufkommen innovativer Finanzinstrumente (Derivate, SPV's, CDS usw.) sowie nach 1999 die stetige Ausweitung des Schattenbankensystems in den USA zu nennen. Die Verbriefung von Hypothekarkrediten, aber auch weiterer Konsumkredite (Auto loans, credit card loans usw.), hat dabei eine besondere Rolle gespielt. Insgesamt reduzierten sich durch das Aufkommen neuer Akteure und Finanzprodukte an den Finanzmärkten die Transaktionskosten signifikant und der vermeintliche Risikodiversifikationsnutzen nahm zu. Die dadurch gestiegene Intermediationseffizienz trug einerseits zu höheren Margen bei den Emittenten der Finanzprodukte bei und reduzierte andererseits deren Risikowahrnehmung.

Treiber des Wandels an den Finanzmärkten

Nach WHITE (2004) haben die verschiedenen strukturellen Veränderungen an den Finanzmärkten eine implizite Ausweitung des Sicherheitsnetzes bewirkt. Den Wandel an den Finanzmärkten führt er auf die Treiber Technologie, Deregulierung, Auswirkungen der Bevölkerungsentwicklung auf das Sparverhalten sowie eine veränderte Haltung gegenüber dem «Shareholder Value» zurück. Nach WHITE manifestierten sich diese Kräfte in einer Disintermediation der Kreditmärkte, in einer wachsenden Integration der nationalen und internationalen Finanzmärkte (Globalisierung) und einer Konsolidierung der Finanzdienstleistungsanbieter in Form einer Konzentration sowie eines zunehmend sektorübergreifenden Dienstleistungsangebotes. Dieser Strukturwandel, der mit einer Zunahme der Systemkomplexität einherging, erhöhte auf der Seite der Aufsichtsbehörden die Fehleraversion. Wegen der hohen Ungewissheit über die möglichen Auswirkungen von Marktstörungen, versuchten die Behörden solchen durch eine präventive Ausweitung und

den raschen Einsatz des Interventionsinstrumentariums zu begegnen. Im Gegenzug stieg bei den trendmässig sinkenden realen Renditen der Risikoappetit der Finanzmarktakteure. Durch die vermehrte Verlagerung von Finanztransaktionen auf die Finanzmärkte ausserhalb des traditionellen Bankensystems sowie mit der fortschreitenden Globalisierung der Finanzmärkte glaubte man aber auch eine höhere Risikodiversifikation zu erreichen. Insgesamt haben diese Entwicklungen eine erhebliche Ausweitung des Verhaltensrisikos bewirkt. WHITE schliesst mit folgender Bemerkung: «*To the extent there has been growing resources to the use of safety-net instruments, the question of moral hazard takes on greater importance. The risk is that measures taken to deal with short-term problems in the financial system may inadvertently make problems more difficult to deal with over time. It is argued [...] that the moral-hazard issue remains one of practical significance*» (WHITE 2004).

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass ab etwa Mitte der 1990er Jahre auch in der Schweiz ein signifikanter Strukturwandel im Geschäftsmodell der Grossbanken stattgefunden hat. Diese Verschiebungen erfolgten zwar mit einer leichten zeitlichen Verzögerung zu jenen in Grossbritannien oder den USA und sie fielen zeitlich zusammen mit der Akquisition altehrwürdiger Investment-Banken in den USA und Grossbritannien durch die damals führenden Schweizer Grossbanken²⁵ und mit bedeutsamen Lockerungen hinsichtlich der Eigenmittelunterlegung von Bilanzverpflichtungen. Gleichzeitig erfolgte eine schleichende Ausweitung des staatlichen Sicherungssystems verbunden mit einer höheren Interventionsintensität von Seiten der Behörden. Die impliziten Staatsgarantien, den Gläubigern der Banken im Fall der Fälle zur Seite zu stehen, hatten verzerrte Anreize zur übermässigen Ausweitung der Bilanzsummen und Bilanzrisiken zur Folge. Durch

die Stützungsmaßnahmen im Zuge des Krisenmanagements in der jüngsten Finanzmarktkrise sind diese Garantien ausgeprägter denn je. Das Verhaltensrisiko (Moral Hazard) ist daher nochmals gestiegen.

4.3 Das Modigliani-Miller-Theorem oder: unermesslich ist des Hebels Kraft

Gemäss dem Modigliani-Miller-Theorem (MODIGLIANI und MILLER 1956) sollte ein Investor auf einem friktionslosen Kapitalmarkt zwischen einer Finanzierung durch Fremd- und Eigenkapital indifferent sein. Die Kapitalstruktur beziehungsweise der Verschuldungsgrad ist demnach für den Unternehmenswert irrelevant. Es spielt deshalb für den Unternehmenswert keine Rolle, ob sich eine Unternehmung über Aktien (equity) oder Obligationen (debt) finanziert. Obwohl nämlich Aktionäre eine höhere Rendite erwarten als Obligationäre, wird deren verlangte Rendite mit zunehmendem Aktienanteil sinken, weil die Profite beziehungsweise die Erträge nach Abzug der Fremdkapitalzinsen weniger volatil sind. Anders gesagt, werden die Aktionäre bei steigendem Fremdkapitalanteil eine höhere Entschädigung verlangen, weil sie für das zusätzlich eingegangene Risiko entschädigt werden müssen. Allfällige Abweichungen von diesen Bedingungen würden am Kapitalmarkt durch Arbitrage sofort ausgeglichen. Insgesamt werden die durchschnittlichen Kapitalrenditen daher konstant bleiben.

In der Praxis ist sofort klar, dass die Kapitalstruktur einer Unternehmung sehr wohl einen Einfluss auf die durchschnittliche Kapitalrendite und damit den Unternehmenswert hat. Das Theorem der Irrelevanz der Kapitalstruktur gilt nämlich nur unter der sehr restriktiven Voraussetzung friktionsloser Kapitalmärkte: es existieren keine verzerrenden Steuern oder Subventionen, Insolvenzkosten und

Informationsasymmetrien sind vernachlässigbar und sowohl Investoren als auch die Unternehmungen können sich zum selben Zinssatz verschulden. In der Realität sind natürlich diese Voraussetzungen nicht erfüllt. So profitieren Unternehmen wegen asymmetrischer Informationen oft von günstigeren Zinskonditionen als Investoren, Steuern sind in der Regel verzerrend (Schuldzinsen auf dem Fremdkapital sind beispielsweise steuerlich absetzbar) und die Insolvenzkosten sind positiv beziehungsweise nicht vernachlässigbar. Trotz dieser Vorbehalte bleibt das Modigliani-Miller-Theorem als Benchmark dennoch hilfreich, weil es Hinweise darauf liefern kann, welche der genannten Voraussetzungen in der Realität nicht erfüllt sind. Wenn die Kapitalstruktur für eine Unternehmung von Bedeutung ist, dann weil mindestens eine der obigen Annahmen nicht gilt.

Tatsächlich kann durch eine Erhöhung des Verschuldungsgrades die Eigenkapitalrendite erheblich gesteigert werden. Dies gilt insbesondere für Banken, deren Passivseite in der Bilanz naturgemäß fast nur aus Fremdkapital besteht. Das Geschäftsmodell einer gewöhnlichen Geschäftsbank sieht vor, viele kleine Depositen zu Krediten zu bündeln und dadurch aus Ersparnissen produktives Kapital zu machen. Depositen sind aber Fremdkapital.

Ein einfaches Beispiel der Wirkung eines hohen Verschuldungsgrades

Der Leverage-Effekt erhält vor allem im Investment Banking seine Bedeutung. Folgendes Beispiel mag veranschaulichen, welche Wirkung der Verschuldungsgrad auf die Eigenkapitalrendite hat: Angenommen es wird mit einem Eigenkapital von 25 000 Einheiten und 975 000 Einheiten Fremdkapital eine Investition von 1 000 000 Einheiten getätigt. Der Leverage des Eigenkapitals beträgt folglich 40, oder anders ausgedrückt, wird das Eigenkapital mit

einem Faktor 40 gehebelt. Die Fremdkapitalverzinsung betrage 2 Prozent und die Investition erbringe 2.5 Prozent Rendite. Es kann nun leicht gezeigt werden, dass die Eigenkapitalrendite nach Abgeltung der Fremdkapitalzinsen 22 Prozent beträgt, was durchaus den in der Realität beobachteten Eigenkapitalrenditen von Grossbanken entspricht (siehe auch HALDANE et al. 2009).

Abhängigkeit von Leverage und Variabilität

Die Eigenkapitalrendite nimmt mit dem Leverage linear zu.²⁶ Eine höhere Fremdkapitalfinanzierung steigert somit die erwartete Eigenkapitalrendite solange die Gesamtkapitalrendite höher als die Fremdkapitalverzinsung ist. Diese höhere Eigenkapitalrendite wird jedoch auch durch eine höhere Streuung beziehungsweise Variabilität der Eigenkapitalrendite erkauft.

Abb. 12: Fiktives Beispiel für hohen Leverage

Equity (Eigenkapital)	25 000.-
Debt (Fremdkapital)	975 000.-
Total Investment	1 000 000.-
Return (Ertrag) (2.5%)	25 000.-
FK-Verzinsung (2.0 %)	19 500.-
Return auf EK	5 500.-
↳ EK-Rendite 22 %	(EK 2.5 %) (LR = 50)

Tab. 3: Eigenkapitalquoten und -renditen von US-Investmentbanken, UBS und CS (2006)

	Eigenkapitalquote [%]	Eigenkapitalrendite brutto [%]
Bear Sterns	3.5	25.9
Goldman Sachs	4.3	40.7
Lehman Brothers	3.8	30.8
Merril Lynch	4.6	25.1
Morgan Stanley	3.2	25.7
UBS	2.6	26.5
CS	3.5	27.5

Quelle: Sinn (2009) und Geschäftsberichte UBS und CSG

Damit ergeben sich folgende Zwischenresultate: Erstens ist die Steigerung der Eigenkapitalrendite nicht in erster Linie auf besondere Fähigkeiten des Managements zurückzuführen, sondern beruht allein auf einem riskanteren Geschäftsmodell mit höherer Fremdkapitalfinanzierung. Die höhere Eigenkapitalrendite wird allein aus dem Risiko generiert, ohne dass die Anlagen der Bank eine höhere Risikoprämie erwirtschaften würden (SINN 2009). Nicht zu vergessen ist nämlich, dass etwa im oben dargestellten Beispiel die Differenz zwischen dem Fremdkapitalzins und der Eigenkapitalrendite von 0.5 Prozent auch gleichzeitig die Ausfallwahrscheinlichkeit für das Eigenkapital reflektiert. Eine Zunahme des Verschuldungsgrades erlaubt ausserdem eine Bilanzausweitung. So ist in der Schweiz beispielsweise der Leverage der Grossbanken zwischen 1995 und 2008 von 16.6 auf 33.4 (+ 100 Prozent) und die Bilanzsumme von 730 auf 2340 Milliarden (+ 220 Prozent) gestiegen.

Zweitens wird ein solches Geschäftsmodell infolge der Haftungsbeschränkung der Aktionäre insofern lukrativ, als bei einer hohen Streuung der Gewinne, der durchschnittlich erwartete betriebswirtschaftliche Gewinn zunimmt, das Risiko aber durch die Haftungsbeschränkung attraktiver wird (SINN 2009). Auch wenn riskante Investitionsstrategien im Mittel gar keine höhere Rendite als sichere Strategien abwerfen, rentieren sie sich für die Aktionäre, weil die Ausschläge nach oben als Gewinne privatisiert und die Ausschläge nach unten infolge der Haftungsbeschränkung als Verluste auf andere überwältigt werden können. Aktionäre haben bei einem geringeren Verschuldungsgrad ganz einfach weniger zu verlieren, als wenn sie mit mehr Eigenkapital haften müssten.

Folgen für das Liquiditätsmanagement

Ein höherer Leverage stellt auch höhere Anforderungen an das Liquiditätsmanagement (BRUNNERMEIER et al. 2009). Durch einen höheren Ver-

schuldungsgrad steigt auch das Liquiditätsrisiko proportional an. Da ein wesentliches Element des Geschäftsmodells von Investment Banken darin besteht, sich sehr kurzfristig zu refinanzieren, und somit das Risiko von Fristenkongruenzen ohnehin steigt, erhöht sich dadurch auch das Liquiditätsrisiko. TILLE (2009) nennt zudem das erhöhte Liquiditätsrisiko in Fremdwährungen, wie es bei den Schweizer Grossbanken typischerweise anzutreffen ist (siehe weiter unten).

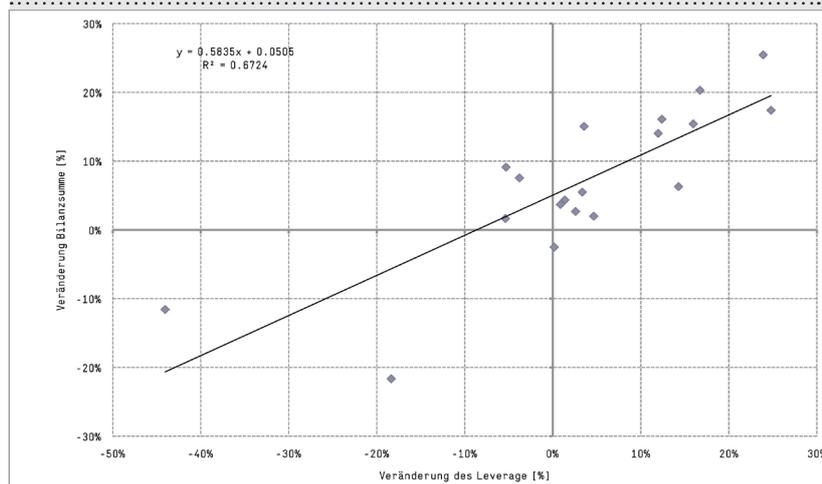
Die Eigenkapitalrendite als Mass aller Dinge

SINN (2009) führt den Druck zu hohen Eigenkapitalrenditen darauf zurück, dass die Wettbewerbsintensität zwischen Banken zugenommen hat. Wer keine hohe Eigenkapitalrendite erwirtschaften kann, wird zu einem potentiellen Übernahmekandidaten. Letztlich erfolgt der Druck zu höherem Leverage von Seiten der Aktionäre, also der Besitzer der Finanzintermediäre. Nach SINN hätten Investment Banken die Möglichkeit der Haftungsbeschränkung damit extrem überzogen. Mit Hilfe der Hebelwirkung des Fremdkapitals und einer waghalsigen Inanspruchnahme der Fristentransformation, indem sie langfristige Engagements durch eine kurzfristige Kreditaufnahme refinanzierten, konnten sie ihr Geschäftsvolumen um das 20-30fache ausdehnen und Eigenkapitalrenditen von 25 bis 40 Prozent vor Steuern erzielen. Eine derartige Unterkapitalisierung ist aber letztlich mit überhöhten Risiken für die Bank, die Gläubiger und die Allgemeinheit verbunden.

Prozyklisch wirkende Vorschriften begünstigen hohen Verschuldungsgrad

Der weitgehende Ausschluss der Haftung der Investmentbanken, ihre notorische Unterkapitalisierung und die Ausschüttung hoher Dividenden sind zusätzlich durch die internationalen Vorschriften der Rechnungslegung erleichtert worden. Die Ak-

Abb. 13: Leverage und Bilanzsumme der Grossbanken (1990 – 2008)



Quelle: SNB (2010), eigene Berechnungen

tiven der global operierenden Banken mussten zu aktuellen Marktpreisen (marked-to-market) bilanziert werden. Dies hat zur Folge, dass der zulässige Verschuldungsgrad steigt, wenn die Bewertung der Aktiven zunimmt und somit auch die Bilanzsumme ausgeweitet werden kann. Das gilt aber, wie oben bereits erwähnt wurde, auch umgekehrt. Die Verschuldungsquote der Banken verhält sich damit gerade umgekehrt zu der eines privaten Haushalts. Dort fällt der Leverage beziehungsweise der Verschuldungsgrad, wenn der Marktpreis der Aktiven (etwa einer hypothekenfinanzierten Immobilie) steigt, und umgekehrt steigt der Verschuldungsgrad, wenn der Marktpreis der Aktiven fällt.

Die Prozyklizität des Verschuldungsgrades führt zu einer Verstärkung der Sensitivität der Liquidität auf Nachfrage- und Angebotsvariationen infolge von Bewertungsänderungen der Bilanzaktiven. Die Prozyklizität ist ein Merkmal des Basel-II-Regelwerkes, welches bereits früh von Ökonomen kritisiert, aber letztlich von den Aufsichtsbehörden und den Notenbanken durchgewunken wurden.

4.4 Zusammenfassung

Die bereits erwähnte Ausdehnung der Handelsbestände bei den Grossbanken sowie der hohe Verschuldungsgrad sind nicht unabhängig voneinander erfolgt. Insgesamt ist durch die beschriebenen Entwicklungen das Geschäftsmodell der Grossbanken deutlich risikoreicher geworden. Der Verschuldungsgrad konnte mit steigender Bewertung der in der Bilanz geführten Aktiven ausgedehnt werden. Dies erlaubte eine abermalige Bilanzausweitung. Anstatt dass die Grossbanken angesichts der höheren Risiken ihre Aktiven mit einer höheren Eigenkapitalunterlegung selbst versichert hätten, haben sie die eigenen Mittel im Gegenteil relativ gesehen reduziert.

05 Systemische Risiken und das Problem des Too Big To Fail

Too Big to Fail (TBTF) ist ein ökonomisches Schlagwort und beschreibt die Vorstellung, dass Unternehmen allein aufgrund ihrer Grösse, Komplexität oder Verflechtung mit anderen Unternehmen usw. davor geschützt seien, insolvent zu werden, weil sie im Fall der Fälle rechtzeitig vom Staat durch eine Intervention im Rahmen eines «Bailout» gerettet würden, um nicht die gesamte Volkswirtschaft zu gefährden. TBTF wird heute auch synonym zu «systemrelevant» verwendet. Systemrelevante Finanzintermediäre sind zumindest kurzfristig nicht substituierbar, weshalb ihr Marktaustritt volkswirtschaftlich sehr kostspielig ist.²⁷

Beschränkung auf Finanzintermediäre

Im Folgenden wird nur auf die TBTF-Problematik und die systemischen Risiken von Finanzintermediären beziehungsweise spezifisch von Banken eingegangen. Der Bundesrat hat im Nachgang zum Untergang der Swissair in Beantwortung eines Berichtes der Geschäftsprüfungskommission des Ständerates (GPK-SR) bereits Stellung genommen, wie er gedenkt, die Risiken bezüglich systemrelevanter nichtfinanzieller Unternehmen einzudämmen, weshalb auf diese Problematik hier nicht gesondert eingegangen wird.²⁸

Systemrelevanz

Finanzintermediäre, die TBTF sind, sind auch systemrelevant. TBTF wird hier auch als Synonym für «Too Complex To Fail» (TCTF), «Too Interconnected To Fail» (TITF) und so weiter verwendet (siehe Box 1). Wesentlich ist, dass systemrelevante Banken oder Finanzintermediäre nicht untergehen dürfen. Sie geniessen einen Konkurrentenschutz. Systemrelevant sind Banken, deren Bestandsgefährdung aufgrund ihrer Grösse, der Intensität ihrer Interbankenbeziehungen und ihrer engen Verflechtung

mit dem Ausland erhebliche negative Folgeeffekte bei anderen Kreditinstituten auslösen und zu einer Instabilität des Finanzsystems insgesamt führen könnte. TBTF bezeichnet auch den Umstand, dass der Untergang beziehungsweise der plötzliche Marktaustritt einer Bank oder eines sonstigen Finanzintermediärs unverantwortbar sowie vermutlich untragbar und unabsehbar hohe volkswirtschaftliche Kosten verursachen kann.

Je grösser in diesem Sinne ein Finanzintermediär daher ist, umso höher wird die Wahrscheinlichkeit, dass dieser durch Gläubiger, Wettbewerber oder letztlich den Staat im Falle von Problemen gerettet wird, um die negativen volkswirtschaftlichen Auswirkungen einzudämmen oder gar ganz zu vermeiden.

Bezüglich der Aufsicht ist die FINMA für die Institutsaufsicht und die SNB für die Systemstabilität zuständig. Systemrelevante Finanzintermediäre liegen somit an der Schnittstelle zwischen den Aufsichtszuständigkeiten der SNB und der FINMA.²⁹

Die TBTF-Problematik bringt es mit sich, dass

- die Marktdisziplin vermindert und eine exzessive Risikobereitschaft gefördert wird,
- ein künstlicher Wachstumsanreiz geschaffen wird, um als TBTF eingestuft zu werden,
- der Wettbewerb zu Lasten kleinerer Institute verzerrt wird, und
- staatliche Rettungsmassnahmen in der Regel für den Steuerzahler sehr teuer zu stehen kommen (ex ante noch mehr als ex post).

Box I: «Too Big To Fail» und unterschiedliche Rechnungslegungsvorschriften

Oft wird argumentiert, dass nicht allein die Grösse (too big) eines Finanzintermediärs im Falle eines Zusammenbruchs eine Rettung durch den Staat erzwingt, sondern die hohe Verflechtung und Komplexität seiner Finanzbeziehungen (too interconnected). Im Zusammenhang mit systemrelevanten Grossbanken wird daher oft auch der Ausdruck Large Complex Financial Institution (LCFI) verwendet (ACHARYA et al. 2009). Diese Unterscheidung wird gemacht, weil vor allem in den USA auch Institute gerettet werden mussten, die gemessen an der ausgewiesenen Bilanzsumme relativ klein waren, beziehungsweise die deutlich kleiner waren als Grossbanken in Europa. GROS (2010) zeigt nun, dass der Grund, weshalb US-Investmentbanken kleiner waren als Banken im Euroraum und dennoch gerettet werden mussten, auf die unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften zurückzuführen ist. Am Beispiel der Deutschen Bank, welche sowohl nach IFRS (International Financial Reporting Standards, Europa) wie auch nach GAAP (General Accepted Accounting Principles, USA) die Rechnung ablegt, zeigt sich, dass die Bilanzsumme am 31. Dezember 2008 nach IFRS 2 202 Milliarden Euro, nach GAAP jedoch nur 1 030 Milliarden Euro betrug. Dieser Grössenunterschied ist dabei vor allem auf unterschiedliche Verbuchungsvorschriften der ausserbilanziellen Aktivitäten zurückzuführen. Das Eigenkapital war in beiden Fällen aber etwa gleich gross, so dass der Verschuldungsgrad sich natürlich in beiden Fällen erheblich unterscheidet. GROS zeigt am Beispiel von Goldman Sachs den Einfluss auf die Leverage Ratio: Goldman Sachs wies nach GAAP Ende 2008 eine Leverage Ratio von nur rund 15 auf, während die Leverage Ratio nach IFRS weit über 70 lag. Mit einer ausgewiesenen Bilanzsumme von etwa 600 Milliarden Euro nach GAAP hätte Goldman Sachs kaum zu den grössten Banken Europas gezählt. Nach IFRS bewertet steigt aber die Bilanzsumme von Goldman Sachs auf über 4 600 Milliarden Euro an und zählt somit klar zu den absolut grössten Finanzintermediären der Welt. Während daher Goldman Sachs nach GAAP «nur» too interconnected ist, ist sie nach IFRS klar auch too big.

Mit diesem Beispiel zeigt sich im Übrigen auch, welche fatale Wirkungen Rechnungslegungsvorschriften haben können, die im Wesentlichen auf «Soft law» basieren. Denn Verstösse gegen die anerkannten Rechnungslegungsvorschriften sind oft gesetzlich nicht einklagbar. Siehe dazu etwa auch PARTNOY (2004).

5.1 Die systemischen Risiken in der Schweiz

Zu den systemischen Risiken, welche letztlich die Systemrelevanz der Grossbanken in der Schweiz begründen, zählte zuerst, dass die Grossbanken, obwohl auf einer risikogewichteten Grundlage aus-

reichend kapitalisiert, einen sehr hohen Verschuldungsgrad aufwiesen. Gemessen am Anteil der Bilanzsumme der Grossbanken an der Bilanzsumme aller Banken in der Schweiz betrug der «Marktanteil» gegen 65 Prozent. Der Bundesrat führt in seiner Begründung für die erfolgte Stützungsaktion zugunsten der UBS folgende Gründe auf:³⁰

- Die Konzentration im schweizerischen Bankgeschäft ist im internationalen Vergleich überdurchschnittlich hoch (hoher Marktanteil der Grossbanken im Kredit- und Einlagengeschäft, also sowohl auf der Aktiv- wie auch auf der Passivseite).
- Starke nationale und internationale Verflechtung der Grossbanken und damit hohes Gegenpartei-risiko mit hoher Ansteckungsgefahr und Gefahr einer Kettenreaktion im Bankensystem.
- Die Reputation des Finanzplatzes kann durch den Zusammenbruch einer Grossbank dauerhaft geschädigt werden sowie eine generelle Vertrauenskrise auslösen, die auch andere Finanzinstitute in Mitleidenschaft zieht.
- Insgesamt sehr hohe volkswirtschaftliche Kosten eines Zusammenbruchs einer Grossbank (zwischen 15 und 30 Prozent des BIP).

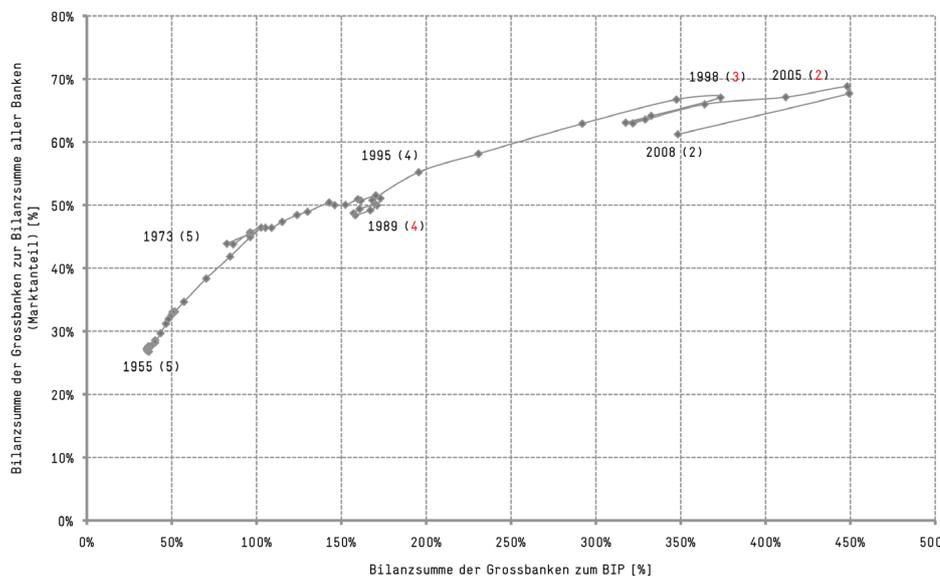
rungen entfielen. Ende 2007 waren das 2 205 041.91 Millionen CHF oder 63.8 Prozent der gesamten Bilanzsumme aller Banken in der Schweiz. Dies entsprach etwa dem Vierfachen des Schweizer BIP und widerspiegelte ungefähr die Anteile des inländischen und ausländischen Geschäfts. Auch wenn die Währungszusammensetzung auf beiden Seiten der Bilanz etwa ausgeglichen ist, ergeben sich vor allem aus den Verbindlichkeiten hohe Liquiditätsrisiken. Diese könnte die Nationalbank nicht direkt auffangen, da sie für Verpflichtungen in ausländischer Währung die Funktion als Lender of Last Resort (LOLR) nicht wahrnehmen kann. Tatsächlich haben die USA beziehungsweise das Federal Reserve der SNB im Höhepunkt der Finanzmarktkrise beträchtliche USD-Franken-Swaps gewährt und so die Liquiditätsversorgung mit USD jederzeit sichergestellt. Auch die OECD hebt in ihrem Länderbericht zur Schweiz das Währungsrisiko, welches sich im Extremfall selbstredend zu einer klassischen Währungskrise zuspitzen könnte, besonders hervor (OECD 2009).

Zu diesen kommen weitere Gründe, namentlich Währungsrisiken sowie Risiken für das Zahlungssystem.

Fremdwährungsrisiken

TILLE (2009) weist beispielsweise darauf hin, dass bei Ausbruch der Finanzmarktkrise Mitte 2007 knapp zwei Drittel der Bilanzsumme aller Banken in der Schweiz auf ausländische Wäh-

Abb. 14: Bilanzsumme der Grossbanken im Verhältnis zum BIP der Schweiz und Marktanteil



Quelle: SNB (2010), eigene Berechnungen

Risiken für das Zahlungssystem beziehungsweise die Infrastruktur³¹

Die Unterscheidung zwischen den klassischen Finanzmarktinfrastrukturen einerseits und den Banken andererseits, die vor 20 Jahren noch ohne weiteres möglich war, wird zunehmend schwieriger. Auf der einen Seite erbringen heute insbesondere die grossen international ausgerichteten Banken vermehrt Dienstleistungen, die eigentlich den Finanzmarktinfrastrukturen zuzuordnen sind. Beispielsweise verfügen sie über eine so grosse Kundenbasis, dass es für sie möglich ist, Handelsaufträge unter Umgehung der Börse intern zusammenzuführen und abzuwickeln. Das gleiche gilt für die Abwicklung des Zahlungsverkehrs: Je grösser eine Bank, desto mehr Zahlungen kann sie direkt in ihren eigenen Systemen abwickeln. Diese Inhouse-Systeme treten in Konkurrenz zum eigentlichen Interbanken-Zahlungssystem. Wenn demnach eine grosse Bank untergeht, geht eben nicht nur die Bank unter, sondern auch ein Teil der Trading- und Zahlungsinfrastruktur.

Der Treiber dieser Verwischung der Rollen von Finanzmarktinfrastrukturen und Banken ist der technologische Fortschritt, der dazu geführt hat, dass die grossen Banken heute ohne grossen Mehraufwand ins Geschäft der Infrastrukturbetreiber vordringen können. Um ihre IT-Plattformen optimal auslasten und betriebswirtschaftlich effizient betreiben zu können, sind sie auf diese Geschäfte angewiesen. Auf der Nachfrageseite profitieren davon auch die kleineren Finanzinstitute, da sie sich durch die Auslagerung ihrer Back-Office-Funktionen an grössere Banken oder spezialisierte Institute besser auf ihr Kerngeschäft fokussieren können.

Damit wäre selbstredend bei einem Zusammenbruch einer der beiden Grossbanken gleichzeitig auch das Zahlungssystem und die Systeminfrastruktur massiv gefährdet (siehe auch HILDEBRAND 2009).

Box II: Masse und Kriterien für die Systemrelevanz

Obwohl bei fast allen Finanzinstituten, die letztlich gerettet worden sind, die Grösse zentral war, können natürlich auch weitere Masse berücksichtigt werden. Klar ist aber zuerst einmal, dass sich die Grösse wohl an der Bilanzsumme orientieren müsste und diese zusätzlich zum BIP oder zum Steueraufkommen des Landes, das im Notfall die betreffende Bank retten müsste, in Beziehung zu setzen wäre. Es gilt hier der Spruch, dass «Banks live global, but they die local».

Weiter spielt auch der Grad der Vernetzung und Verflechtung eines Finanzinstitutes mit dem Rest des Finanzsystems eine wichtige Rolle. Die Komplexität der Vernetzung sowie die Zahl der möglichen Gegenparteien steigen natürlich mit steigender Verflechtung an. Die Komplexität selber ist ebenfalls ein Mass für das systemische Risiko. Allerdings kann argumentiert werden, dass eine stark verflochtene und vernetzte Bank in ihren Beziehungen eben auch besonders diversifiziert ist, was positiv zu werten wäre. Dennoch kommt es immer wieder auf die Grösse an, also letztlich das Ausmass der Gegenparteirisiken.

BUTTER drückt dies wie folgt aus: «*The real issue is size. Even if a financial business is highly interconnected, that is, if its total exposure to the rest of the world and the exposure of the rest of the world*

to the financial entity is complex and far-reaching, it can still be allowed to fail if the total amounts involved are small. A complex but small business is no threat to systematic stability; neither is a highly international but small business. Size is the core of the problem; the other dimensions (interconnectedness, complexity and international linkages) only matter (and indeed worsen the instability problem) if the institution in question is big.» (BUIITER 2009b)³²

Schliesslich ist auch zu berücksichtigen, wie das Portfolio eines Finanzinstitut mit jenem anderer wichtiger Finanzinstitute korreliert ist. So kann verhindert werden, dass mehrere Bankeninstitute zusammen plötzlich Systemrelevanz erlangen. In der Schweiz wäre das etwa der Fall, wenn alle privaten Vermögensverwaltungsbanken einem gemeinsamen Schock ausgesetzt würden. Fraglich bleibt in diesem Fall jedoch, ob viele nicht systemrelevante Banken im Konglomerat plötzlich systemrelevant werden. Beim Fall von Privatbanken beispielsweise, die für die Zahlungsinfrastruktur von geringer Bedeutung sind, muss daran gezweifelt werden.

Und zum Schluss spielt zweifellos auch der Marktanteil eines oder mehrerer Finanzinstitute in den Bereichen der Kreditvergabe und Depositenannahme bei der Erlangung des Status der Systemrelevanz eine Rolle. Es geht hier generell um den Konzentrationsgrad im Bankenmarkt. Doch letztlich spielt auch wieder die Grösse eine Rolle.

Für die Schweiz ist es zweifellos so, dass die beiden Grossbanken in den genannten Dimensionen als systemrelevant einzustufen sind. Weil der Staat dort, wo er explizit für eine Bank zu haften hätte, überfordert sein könnte, kommen auch einige Kantonalbanken als TBTF in Frage. Und schliesslich sind vermutlich auch einzelne grosse Versicherungen systemrelevant. Bei letzteren ist allerdings zu bemerken, dass diese in der Finanzmarktkrise nicht im Zentrum der Aufmerksamkeit standen.³³

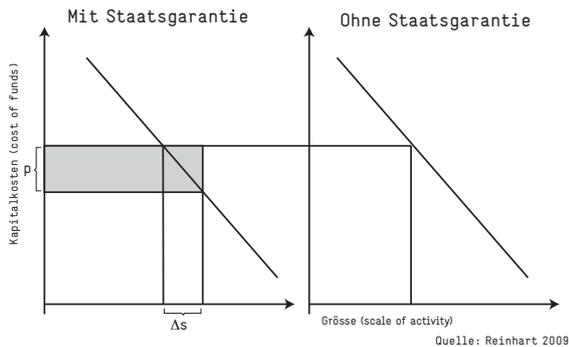
5.2 Die Staatsgarantie

Aufgrund der von den Grossbanken ausgehenden systemischen Risiken, verfügen diese heute faktisch über eine Staatsgarantie, weil klar ist, dass sie nicht untergehen dürfen. So hielt etwa die G-20 explizit fest, dass sie keine systemrelevanten Banken untergehen lassen würden. Im Unterschied zu den Kantonalbanken oder faktisch auch zur Postfinance ist diese Staatsgarantie weder gesetzlich verankert, noch wird sie abgegolten.³⁴ Dass die Staatsgarantie für die beiden Grossbanken demnach gratis ist, heisst nicht, dass sie nur implizite ist.

Systemische Risiken als negative Externalitäten einzelner Finanzintermediäre

Ökonomisch gesehen wirkt sich die implizite Staatsgarantie wie eine Versicherung beziehungsweise eine Subvention zugunsten systemrelevanter Finanzintermediäre aus. Diese Subvention mindert das Risiko beziehungsweise vergünstigt das Fremdkapital der Grossbanken und hat somit zur Folge, dass diese über die ökonomisch optimale Grösse hinauswachsen können, die sich ohne Subvention einstellen würde. Anders ausgedrückt, können sie Risiken eingehen, die sie ohne Subvention nicht eingehen würden.

Abb. 15: Wirkung der Subvention auf die Grösse der Banken



Die Staatsgarantie p erlaubt eine Ausweitung des Risikos um Δs .

Diese Risiken würden nämlich vom Markt durch einen entsprechenden Risikoaufschlag sanktioniert. Die nahe liegendste Lösung wäre daher eine Abgeltung der Staatsgarantie beziehungsweise der sich daraus ergebenden Subvention mittels einer Pigou-Steuer (MÜLLER 2009). Die Grösse wird als eine negative Externalität verstanden, die es wegzusteuern gilt (BUITER 2009a).³⁵ Es geht hier im Wesentlichen um den Rückzug der impliziten Absicherung pri-

vester Risiken durch die Allgemeinheit. In diesem Fall ist klar, dass diese zusätzliche Regulierung das Bankengeschäft verteuern würde und das Kreditvergabepotential einschränken könnte.

Die Subvention oder Staatsgarantie führt zu einer erheblichen Wettbewerbsverzerrung gegenüber anderen Banken und Finanzintermediären, welche nicht den Status der Systemrelevanz geniessen und dadurch ein gewisses Konkursrisiko einrechnen müssen. Sie verursacht aber auch eine allgemeine Verzerrung der gesamtwirtschaftlichen Ressourcenallokation.

5.3 Evidenzen für die Staatsgarantie

Es existieren mehrere Masse, welche Hinweise auf eine mögliche Existenz einer Staatsgarantie geben können. Ein erstes Mass basiert auf einer Einschätzung durch Analysten bzw. Ratingagenturen, ein weiteres auf einer Markteinschätzung aufgrund von Credit Default Swaps (CDS). Zu ersteren gehören insbesondere die Ratings der spezialisierten Ratingagenturen Moody's und Fitch.³⁶

Box III: Zweifelhafter Nutzen der Grösse

SCHMID und WALTER (2008) gehen der Frage nach, ob Konglomerate im Finanzsektor Wert schaffen oder vernichten. Implizit geht es natürlich auch um die Frage, wie gross die Grössenvorteile der Grossbanken letztlich sind. In der Schweiz stehen UBS und CSG als Universalbanken mit Investment Banking, Asset Management und den traditionellen Geschäftsfeldern wie Kreditvermittlung und Zahlungsverkehr im Fokus. Die Autoren zeigen, dass zumindest in den USA ein Bewertungsabschlag von rund 24 Prozent für Finanzkonglomerate festzustellen ist, weil sie keine «economies of scale» oder «economies of scope» nachweisen können. In dieselbe Richtung weisen weitere Untersuchungen (siehe zitierte Literatur bei SCHMID und WALTER).

Grundsätzlich ist natürlich anzumerken, dass Grösse an sich kein ökonomischer Wert ist, sondern sich dieser letztlich an der Profitabilität, am Kundennutzen usw. bemisst.

Ratings

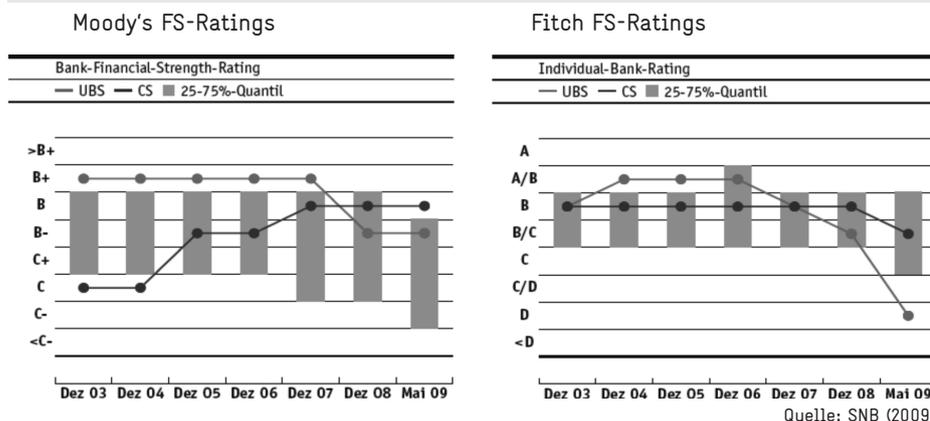
Neben den langfristigen Kreditratings, die das Anlegerrisiko von Bankanleihen wiedergeben, vergeben Moody's und Fitch auch ein «Bank-Financial-Strength-Rating» (Moody's) bzw. ein Individual-Bank-Rating (Fitch). Diese sind im Hinblick

auf die Finanzstabilität insofern interessant, als sie ausschliesslich die intrinsische Finanzkraft der Institute bewerten. Eine mögliche Unterstützung durch Dritte, beispielsweise durch Anteilseigner oder den öffentlichen Sektor, wird demzufolge nicht in der Beurteilung berücksichtigt. Daher weichen die FS-Ratings von den langfristigen Kreditratings ab, wobei Letztere höher liegen als die FS-Ratings. Im 2008 erfolgten massive staatliche Interventionen bei Banken sowie in den Finanzmärkten weltweit, so dass sich die Differenz zwischen den beiden Ratings vergrösserte.

Nach Anzahl und Umfang erfolgen bei langfristigen Kreditratings deutlich weniger bzw. geringere Herabstufungen als bei FS-Ratings. Daran zeigt sich, dass der Informationsgehalt der langfristigen Kreditratings bezüglich der Solidität der einzelnen Banken abgenommen hat, da explizite oder implizite Staatsgarantien in die Beurteilung einbezogen werden.

Die Abb. 16 zeigt die Entwicklung der FS-Ratings und der einzelnen Bankenratings. Beide Ratings verdeutlichen die Verschlechterung der Bonität der Grossbanken weltweit. Waren im Jahr 2006 noch 75 Prozent (47 Prozent) der Banken von Fitch (Moody's) mit einem Mindestrating von B versehen, waren es im Frühjahr 2009 nur noch 44 Prozent (21 Prozent).

Abb. 16: Einschätzungen durch die Rating-Agenturen



Stellvertretend für weitere Analysen, welche die Ratingvergabe untersuchen, sei hier auch RIME (2005) genannt, der zum Ergebnis kommt: «*We find that our proxies of the TBTF status of a bank (size, market share) have a significant, positive impact on bank issuer ratings. The largest banks in the sample get a rating 'bonus' of several notches.*».

Credit Default Swaps und Credit Spreads

Bei Credit Default Swaps (CDS) handelt es sich um Kreditderivate, die Schutz vor dem Zahlungsausfall eines bestimmten Referenzschuldners bieten. Der Versicherungskäufer tätigt in regelmässigen Abständen Zahlungen – die CDS-Prämien – an den Verkäufer und erhält im Gegenzug den Nominalbetrag, falls der Referenzschuldner ausfällt. Die CDS-Prämien sind folglich ein Abbild der Prämien, welche der Markt für die Versicherung von Bankanleihen gegen Ausfälle verlangt. Unter ansonsten gleichen Bedingungen zeigen höhere CDS-Prämien somit eine höhere Ausfallswahrscheinlichkeit an.

Seit Mai 2007 sind die Prämien für CDS, die auf Bankverbindlichkeiten basieren, deutlich gestiegen. Im ersten Quartal 2009 erreichten sie bei den meisten grossen internationalen Banken, so auch bei der CSG und der UBS, bisher unbekannte Höhen. Wie

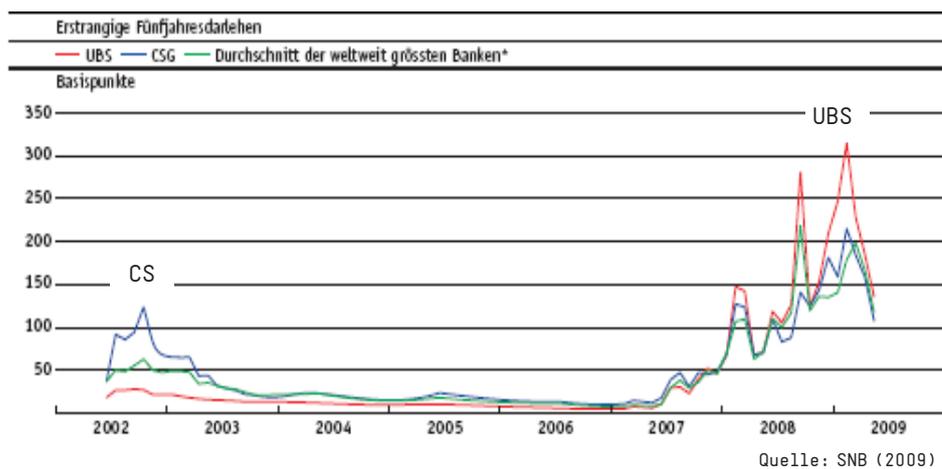
Abb. 17 zeigt, lagen die CDS-Prämien vor August 2007 während rund vier Jahren auf einem sehr tiefen und zudem rückläufigen Niveau. Anfang 2007 betrug sie rund 10 Basispunkte. Ein leichter Anstieg im Verlaufe des Jahres 2007 gipfelte in einem ersten Höchststand Anfang 2008, kurz bevor die US-Investmentbank Bear Stearns von J. P. Morgan Chase übernommen wurde. Danach setzte ein leichter Rückgang ein; im März und April befanden sie sich erneut auf tieferem Niveau. Bis im März 2009 folgte ein stetiger Anstieg. Zu jenem Zeitpunkt erreichten die CDS-Prämien mit 220 Basispunkten einen über 20-mal höheren Stand als vor der Krise.

Vor 2008 lagen die CDS-Prämien für die UBS grundsätzlich unter dem für Grossbanken weltweit üblichen Durchschnitt, während diejenigen für die CSG zumeist darüber lagen. Dies änderte sich im Februar 2008 abrupt. Im September 2008 lag die CDS-Prämie für die UBS um 60 Basispunkte über dem globalen Durchschnitt, der ebenfalls einen historischen Höhepunkt erreicht hatte. Als der Bund und die SNB im Oktober 2008 Unterstützungsmassnahmen für die UBS bekannt gaben, gingen die CDS-Prämien für die UBS auf den weltweit üblichen Durchschnittswert zurück (damals rund 120 Basispunkte), um dort mehrere Wochen lang zu verharren. Die Massnahmen schienen die Marktteilnehmer hinsichtlich der Krisenfestigkeit der UBS vorübergehend zu beruhigen. Gegen Ende 2008 sowie zu Beginn des lau-

fenden Jahres stufte der Markt die Bonität der UBS allerdings wieder erheblich schlechter ein. Die CDS-Prämien für die UBS stiegen bis im März 2009 auf über 350 Basispunkte und lagen damit deutlich (um 130 Basispunkte) über dem globalen Durchschnitt. Im April und Mai 2009 entspannte sich die Lage spürbar und die CDS-Prämien für die UBS näherten sich wieder dem Durchschnittswert seit Krisenbeginn an.

Änderungen der Renditeunterschiede (Spreads) zwischen Bankanleihen und Anleihen der Eidgenossenschaft sind ein weiterer Marktindikator für die Solidität einer Bank und zeichnen ein ähnliches Bild. Die Renditeunterschiede für die CSG und die UBS weiteten sich seit Beginn der Krise markant über die früheren Höchstwerte aus, um dann im April und Mai 2009 deutlich zurückzugehen (siehe auch OECD 2009).

Abb. 17: Credit-Default-Swap-Prämien UBS und CSG



Weitere Risikomasse

Neben den Kreditratings und den CDS können natürlich auch die Aktienkurse zur Ermittlung der Ausfallwahrscheinlichkeiten herangezogen werden. Diese zeigten für beide Grossbanken ein ähn-

lich fallendes Muster. Wie bereits früher erwähnt, hat sich die Marktkapitalisierung der UBS seit Mitte 2007 beinahe halbiert. Allerdings ist die Volatilität der Kurse eher prozyklisch und eine geringere Volatilität dürfte zu höheren Risiken verleiten. Diese Situation konnte vor allem in der Phase zwischen 2003 und 2007 beobachtet werden.

Schliesslich ist auch darauf hinzuweisen, dass die Grossbanken in der Schweiz stets eine tiefere Verzinsung der Einlagen leisten mussten als etwa Sparkassen oder sogar Kantonalbanken. Der Spread zwischen der durchschnittlichen Verzinsung von auf Schweizer Franken lautenden inländischen Verpflichtungen in Spar- und Anlageform von Grossbanken und Sparkassen belief sich beispielsweise zwischen 1987 und 1996 auf 0.22 Prozentpunkte und stieg zwischen 1997 und 2006 auf 0.28 Prozentpunkte. Ein ähnliches Muster ist für den Spread der durchschnittlichen Verzinsung zwischen den Grossbanken und den Kantonalbanken zu beobachten. Einleger nehmen folglich bei den Grossbanken eine tiefere Verzinsung in Kauf. Ein Grund für diese tiefere Verzinsung dürfte – neben weiteren Gründen – darin liegen, dass die Einleger davon ausgehen, dass die Einlagen bei den Grossbanken möglicherweise deshalb sicherer sind, weil die Grossbanken gegenüber kleineren Sparkassen einen Konkurschutz geniessen. Erklärungsbedürftig bleibt allerdings der Spread zwischen der durchschnittlichen Verzinsung bei Kantonalbanken und den Grossbanken, geniessen doch die Kantonalbanken eine explizite Staatsgarantie, was die Sicherheit der Einlagen klar erhöht.

5.4 Was ist die Staatsgarantie wert?

In einem viel beachteten Papier haben BAKER und MCARTHUR (2009) versucht, den Wert der Too-Big-To-Fail-Subvention zu ermitteln (siehe auch BREWER et al. 2007). Aufgrund von Daten für US-amerikanische Banken gelangen sie dabei zu folgendem Ergebnis:

«The spread between the average cost of funds for smaller banks and the cost of funds for institutions with assets in excess of \$100 billion averaged 0.29 percentage points in the period from the first quarter of 2000 through the fourth quarter of 2007, the last quarter before the collapse of Bear Stearns. In the period from the fourth quarter of 2008 through the second quarter of 2009, after the government bailouts had largely established TBTF as official policy, the gap had widened to an average of 0.78 percentage points.»

Bei dieser Untersuchung muss jedoch derselbe Vorbehalt angebracht werden wie beim Vergleich der durchschnittlichen Verzinsung von auf Schweizer Franken lautenden inländischen Verpflichtungen in Spar- und Anlageform vom vergangenen Abschnitt: es ist denkbar, dass die Differenz nicht allein auf die TBTF-Subvention allein zurückzuführen ist, sondern dass weitere Faktoren, wie etwa eine allgemein höhere Unsicherheit an den Märkten, eine Rolle spielen. BAKER und MCARTHUR spielen daher zwei Extremszenarien durch und setzen dann die TBTF-Subvention ins Verhältnis zu den erwirtschafteten Gewinnen der Banken. In diesem Fall variiert die Subvention beziehungsweise die Staatsgarantie zwischen knapp 9 Prozent im ersten und fast 48 Prozent im zweiten Szenario. Im zweiten Szenario ist demnach beinahe die Hälfte der Gewinne auf die Subvention beziehungsweise die Staatsgarantie zurückzuführen.

5.5 Zusammenfassung

Aufgrund der systemischen Relevanz der beiden Grossbanken im Schweizer Markt aber auch in den USA geniessen diese ein Konkursprivileg. Sie dürfen faktisch nicht untergehen. Dies verschafft den beiden Grossbanken verschiedene Vorteile. So können sich die Beiden Grossbanken günstiger Refinanzieren, als andere nicht systemrelevante Finanzintermediäre. Letztlich wirkt die faktische Staatsgarantie für diese beiden Unternehmen wie eine Subvention, für welche die Allgemeinheit und die Einleger aufkommen. Wie jede Subvention wirkt auch diese Subvention verzerrend, was letztlich volkswirtschaftliche Wohlfahrtsverluste verursacht.

o6 Für eine neue Regulierungsphilosophie

Es wurde bisher gezeigt, dass in der Finanzmarktkrise die beiden Grossbanken mit ihren Investmentbank-Abteilungen das neuralgische Glied im Prozess der Finanzintermediation waren. Dafür verantwortlich war unmittelbar ein hoher Verschuldungsgrad beziehungsweise gleichbedeutend eine sehr tiefe Eigenkapitalausstattung. Trotz risikoreicherem Geschäftsmodell haben die Grossbanken ihre Selbstversicherung in Form eigener Mittel laufend reduziert.

In einem weiteren Abschnitt wurde auf die Systemrelevanz der Grossbanken eingegangen sowie die damit einhergehende Unmöglichkeit des Untergangs einer der beiden Grossbanken aufgezeigt. In diesem Kapitel geht es nun um Massnahmen, welche einerseits den möglichen Schaden für die Volkswirtschaft eingrenzen sowie andererseits die Risiken limitieren helfen könnten. Es ist dabei immer klar: es wird nie möglich sein, Probleme systemrelevanter Finanzintermediäre gänzlich zu vermeiden. Ein wichtiger Mehrwert von Banken ist es gerade, dass sie Risiken eingehen. Sollen diese jedoch vollständig eliminiert werden, braucht es Banken wohl nur noch – wenn überhaupt – um Zahlungen abzuwickeln, was dem Ansatz des «narrow banking» mit einer exakten Fristenkongruenz der Einlagen und Kredite entsprechen würde.

Die letzte Finanzmarktkrise war weder die erste Krise noch wird sie die letzte Krise gewesen sein. Dies lehrt uns zweierlei: Erstens sollte nicht zu eng auf die spezifischen Ursachen der letzten Krise fokussiert werden. Vielmehr sollten jene Ursachen ins Zentrum rücken, die mehreren Finanzmarktkrisen gemeinsam waren. Auslöser der nächsten Finanzmarktkrise werden nämlich abermals neue Finanzinstrumente oder Innovationen sein. Es nützt daher wenig, spezifische Regulierungen neu zu schaffen (etwa einzelne Instrumente oder auch Akteure wie Ratingagenturen neu zu regulieren), die sich an-

gesichts möglicher künftiger Innovationen dann wieder als stumpf erweisen. Zweitens ist es wenig hilfreich, der letzten Krise mit mehr Regulierung zu begegnen. Vielmehr ist eine *bessere* Regulierung gefragt, die den Unterschieden in der jeweiligen Krisenausprägung in einem einheitlichen und konsistenten Rahmen Rechnung zu tragen vermag. Wenn demnach der gegenwärtige Regulierungsrahmen in einem bestimmten Bereich Anreize zum Eingehen hoher Risiken schuf, dürfte eine Ausweitung und Intensivierung derselben Regulierung die Situation letztlich nur verschlimmern. Ein neuer Regulierungsrahmen müsste schliesslich von der Einsicht getragen sein, dass zwar künftige Krisen nicht vermieden werden können, dass aber die Häufigkeit, die Kosten und der Schaden künftiger Krisen deutlich verringert werden können.

Wenn im Folgenden von Systemstabilität die Rede ist, wird darunter die Stabilität des schweizerischen Finanzsystems verstanden, wobei die Stabilität des Bankensektors und der Finanzmarktinfrastruktur im Zentrum steht. Konkret geht es um eine funktionierende Liquiditätsversorgung und ein reibungslos funktionierendes Zahlungs- und Effektenabsicherungssystem. Dazu gehört aber auch der Beitrag zur Stabilität des internationalen Finanzsystem insofern, als die beiden Grossbanken eben nicht nur für das Schweizer Finanzsystem systemrelevant sind, sondern auch auf globaler Ebene den Status der Systemrelevanz erlangt haben. Die UBS und auch die Credit Suisse sind aufgrund ihrer starken Marktpräsenz zweifellos auch in den USA systemrelevant.

Zu den wichtigsten Anforderungen, denen eine reformierte Regulierung genügen muss, zählen die Einfachheit der Regeln, eine hohe Transparenz und die leichte Durchsetzbarkeit. Weiter sollte der Regulierungsrahmen dazu beitragen Regulierungsarbitrage³⁷ zu verunmöglichen.

In den vergangenen zwei Jahren haben zahlreiche Gremien, Expertengruppen und Finanzmarktbehörden Vorschläge unterbreitet, wie das Finanzsystem insgesamt gegen Shocks resistenter gemacht werden kann und wie die Eintretenswahrscheinlichkeit eines neuerlichen Beinahezusammenbruchs der Finanzmärkte künftig vermieden werden könnte (bspw. LAROSIÈRE 2009, FSB 2009, BANK OF ENGLAND 2009 usw.).

Die Vorschläge lassen sich einerseits in schadensbegrenzende (kurative) und risikobegrenzende (präventive) Massnahmen unterscheiden: erstens muss der potenzielle volkswirtschaftliche Schaden, der aus dem Zusammenbruch einer oder beider Grossbanken resultieren könnte, eingedämmt werden (*schadensbegrenzende* Massnahmen). Dazu zählt etwa die Vermeidung der Übertragung von Problemen einzelner Finanzinstitute auf das Bankensystem insgesamt. Dazu zählt auch eine Begrenzung der Kosten für die Steuerzahler. Die zweite Stossrichtung betrifft die *risikobegrenzenden* Massnahmen. Darunter fallen Massnahmen, welche über die Setzung adäquater Anreize die Gefahr minimieren sollen, dass eine Problemsituation überhaupt eintritt. Während die erste Stossrichtung also *kurativer* Art ist und Massnahmen umfasst, die erst nach dem allfälligen Zusammenbruch eines Finanzinstitutes zum Tragen kommen, betrifft die zweite Stossrichtung präventive Massnahmen, die darauf abzielen, eine Problemsituation gar nicht erst aufkommen zu lassen.

Konkret lassen sich drei zentrale Stossrichtungen unterscheiden: Erstens sollen die Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften stringenter gefasst werden. Diese im Geist des Basler-Prozesses stehenden Massnahmen (Basel III) reichen von einer direkten Besteuerung der Grösse (bspw. via fiskalischer Belastung des Fremdkapitals), einer einfachen Anhe-

bung der Eigenmittelunterlegung oder der Vorgabe einer maximalen Verschuldungsgrenze (Leverage Ratio) bis hin zu einer Weiterentwicklung der bereits bestehenden Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen nach Basel II. In den Bereich Eigenmittel- und Liquiditätsregulierung fallen auch Vorschläge zu einer Eigenkapitalversicherung oder zur Bereitstellung von hybridem Kapital (contingent convertible bond oder CoCo Bonds).³⁸ Mit diesen Massnahmen soll indirekt die Grösse der Banken beeinflusst sowie gleichzeitig die Absorptionsfähigkeit der Bankbilanzen im Falle eines Shocks gesteigert und letztlich der Schaden zu Lasten der Steuerzahler begrenzt werden. Die Massnahmen im Rahmen dieser Stossrichtung wurden jedoch in der jüngsten Finanzmarktkrise teilweise diskreditiert, sind doch viele Institute trotz formeller Einhaltung der Eigenkapitalvorschriften gemäss Basel II in Schwierigkeiten geraten. Auch ist die quantitative Kalibrierung (Festlegung der Höhe einer Leverage Ratio, Bemessung der Eigenkapitalhöhe usw.) oft arbiträr.

Die zweite Stossrichtung zielt auf eine Regulierung der Geschäftsmodelle von systemrelevanten Grossbanken ab. Die Vorschläge reichen hier von einer Rückkehr zum Trennbankensystem, der Schaffung eines Holdingmodells, der Einschränkung des Eigenhandels oder grenzüberschreitender Bankaktivitäten, der Unterbindung ausserbilanzieller Positionen wie Hedge Funds und dergleichen, dem Verbot oder intensiven Regulierung gewisser Finanzinstrumente bis hin zu Vorschriften über die Vergütungssysteme. Diese Massnahmen sollen vor allem das Risikoverhalten der Grossbanken limitieren. Sie laden aber auch, wie etwa in den USA mit dem Schattenbankensystem beobachtet werden konnte, zu Regulierungsarbitrage ein, also dem Ausweichen in weniger oder nicht regulierte Bereiche des Systems der Finanzintermediation.

Die dritte Stossrichtung, schliesslich, zielt auf die Schaffung eines geordneten Insolvenzverfahrens für systemrelevante Grossbanken ab. Sie hat den Vorteil, das TBTF-Problem frontal anzugehen, sie erweist sich aber gleichzeitig auch als die wohl komplexeste Herausforderung. Im Gegensatz zu den übrigen Stossrichtungen bezweckt diese jedoch die direkte Wiederherstellung der Marktdisziplin und -ordnung, und nicht nur eine «Simulierung» der Marktdisziplin. Sie wird aus diesem Grund hier vor den übrigen Massnahmen präferiert. Ein anwendbares und bewährtes Insolvenzrecht hätte zudem den entscheidenden Vorteil, dass die Notwendigkeit immer raffinierterer und aufwändigerer Regulierungen im Bankenbereich weitgehend entfallen würde.

6.1 Eigenkapital- und Liquiditätsregulierungen für die Banken

Von Basel I über Basel II zu Basel III

Es hat sich in der Krise gezeigt, dass die Grossbanken in der Schweiz, aber auch anderswo eine sehr dünne Eigenkapitaldecke hatten, was rasch dazu führte, dass dieses im Zuge des Entschuldungsprozesses schrumpfte und unter gewisse noch tolerierbare Schwellenwerte sank.³⁹ Die Eigenkapitalausstattung reagierte ausserdem sehr prozyklisch. Die Eigenkapitalregulierung, deren Charme grundsätzlich darin besteht, dass sie die Aktionäre der Banken an den Risiken, welche die Geschäftsleitungen eingehen, verstärkt beteiligt, hat daher enttäuscht. Obgleich das Basler Regelwerk von 1988 un-ablässig weiterentwickelt wurde, muss heute festgestellt werden: Wesentliche Risiken blieben unberücksichtigt, die erfassten Risiken wurden zum Teil unterschätzt, und das System wirkte stark prozyklisch.

Unter Eigenkapitalregulierung werden im Folgenden sämtliche Regulierungsmassnahmen ver-

standen, die das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital einer Bank mit dem Ziel zu beeinflussen versuchen, die Absorptionsfähigkeit der Bankbilanz im Falle von Shocks zu erhöhen. Dazu gehören insbesondere: Vorgabe eines maximalen Verschuldungsgrades (Leverage Ratio), Eigenkapitalversicherungen, Fremdkapitalbesteuerung, Grössenbesteuerungen, usw. Der Vorteil, den systemrelevante Banken geniessen, soll durch solche Massnahmen wieder weggesteuert werden, beziehungsweise systemisch relevanten Finanzinstituten sollen zusätzliche Kosten auferlegt werden, die im Idealfall genau den Vorteil, systemisch relevant zu sein, kompensieren.⁴⁰ Dies bedingt allerdings, dass Kriterien für die systemische Bedeutung einzelner Finanzintermediäre entwickelt werden und dass ein Steuerungssystem gefunden wird, das die systemrelevanten Institute um das zusätzlich von ihnen ausgehende Risiko belastet. Idealerweise reagieren die Finanzinstitute auf diese Steuerungssysteme mit einer Verkleinerung der von ihnen ausgehenden Risiken beziehungsweise durch eine Reduktion ihrer Grösse (gemessen bspw. an der Bilanzsumme). Streng genommen müsste die Belastung so lange ausgeweitet werden, bis für die Eigentümer der Bank deren Status der Systemrelevanz uninteressant wird.

Soll daher die Eigenkapitalregulierung gerettet werden, müssen mindestens drei Dinge geschehen. Erstens muss ihre bisherige Prozyklizität beseitigt werden. Zweitens muss das Eigenkapital einer Bank die Risiken, die sich daraus ergeben, dass sie nicht bloss im Kreditgeschäft, sondern auch im Investment Banking tätig ist, auffangen können. Drittens ist eine Verschuldungsgrenze einzuführen, welche verhindert, dass Banken, wie bis vor kurzem die schweizerischen Grossbanken, auf einem Eigenkapital von rund zwei Prozent Verpflichtungen von 98 Prozent eingehen können.

Box IV: Die drei Säulen von Basel II

Die Basler Rahmenvereinbarung über die Eigenkapitalempfehlung gliedert sich in drei Säulen:

1. Säule:

Die Mindestkapitalanforderungen, die eine Eigenkapitalunterlegung für Kreditrisiken, Marktrisiken und operationelle Risiken beinhalten. Zur Bestimmung der Eigenkapitalanforderungen stehen für diese drei Risikobereiche im Rahmen eines evolutionären Ansatzes verschiedene Risikomessverfahren zur Wahl: einfache, standardisierte Ansätze sowie fortgeschrittenere, risikosensitivere und bankeigene Verfahren beruhende Ansätze. Letztere können zu Erleichterungen bei den Kapitalanforderungen führen. Die erste Säule gibt einen flexiblen Rahmen vor, innerhalb dessen eine Bank, unter Vorbehalt der aufsichtsrechtlichen Überprüfung, einen Ansatz verwenden kann, der ihre Komplexität und ihrem eigenen Risikoprofil am besten entspricht. Die Ansätze zur Berechnung des zu unterlegenden Kapitals für Marktrisiken, um die Basel I 1996 erweitert wurde, sind in die Basler Rahmenvereinbarung übernommen worden.

2. Säule:

Aufsichtsrechtlicher Überprüfungsprozess (Supervisory Review Process, SRP), der die quantitativen Mindestkapitalanforderungen der Säule 1 um ein qualitatives Element ergänzt; im Rahmen des SRP geht es darum, das Gesamtrisiko eines Institutes und die wesentlichen Einflussfaktoren auf die Risikosituation zu identifizieren und bankenaufsichtsrechtlich zu würdigen.

3. Säule:

Marktdisziplin, das heisst Erweiterung der Offenlegungspflichten der Institute, um die disziplinierenden Kräfte des Marktes komplementär zu den regulatorischen Anforderungen zu nutzen.

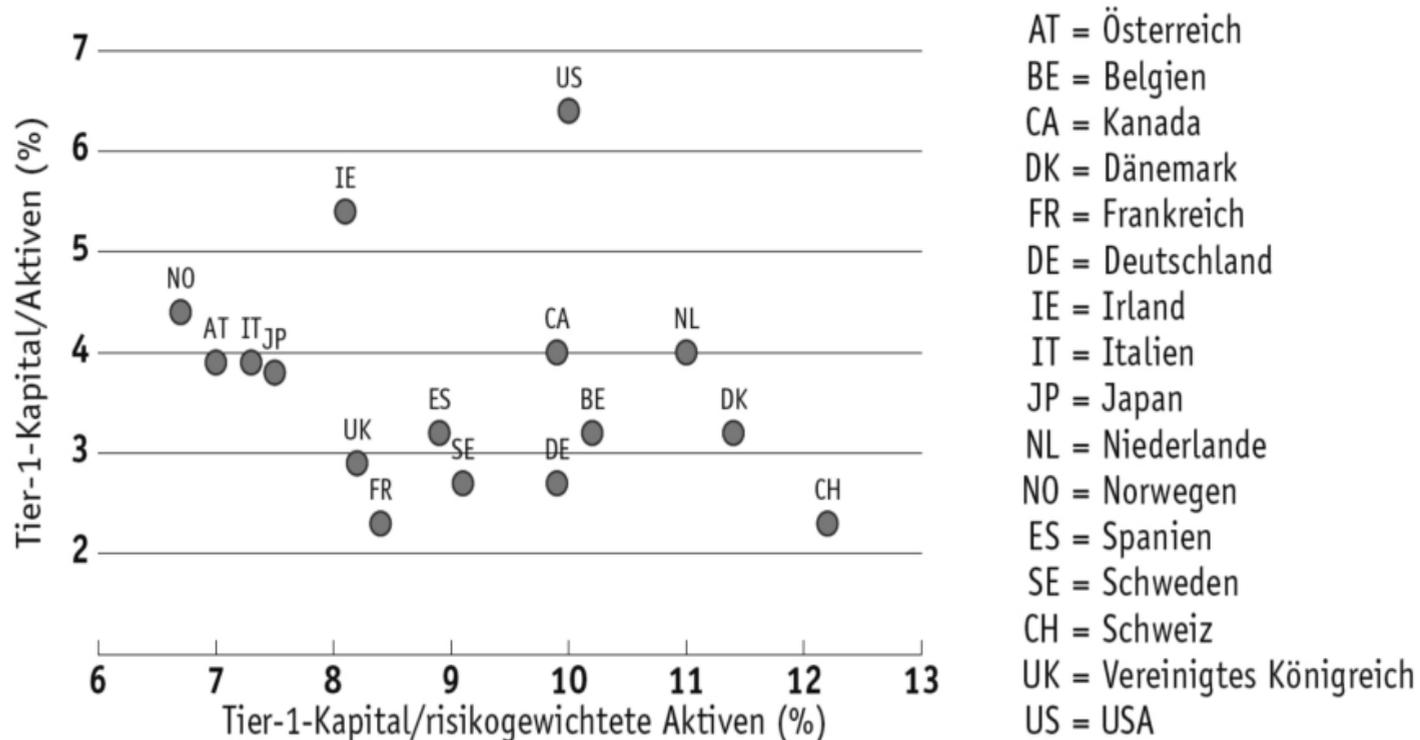
Bei der Eigenkapitalregulierung stellt sich auch die Frage nach einer Versicherungslösung. Es wurde oben gezeigt, dass die Grossbanken von einer impliziten Staatsgarantie profitieren. Eine Steuer auf dem unversicherten Fremdkapital wie das die US-Administration jüngst vorgeschlagen hat, wäre grundsätzlich geeignet, diese Garantie abzugelten und damit die Bepreisung des Risikos beziehungsweise der Bankengrösse näher an einen unverzerrten Zustand zurück zu bringen.

Die Behörden in der Schweiz (SNB und FINMA) haben bereits sehr früh im Zuge der Finanzmarktkrise

weitergehende Massnahmen im Bereich der Eigenkapital- und Liquiditätsregulierung beschlossen und umgesetzt. Dabei besteht ein weitgehender Konsens auch auf internationaler Ebene, dass die minimalen Eigenkapitalanforderungen gemäss Basel II (8 und 4 Prozent für das Kern- und Tier-1-Kapital) substantiell angehoben werden müssen.

Die jüngste Krise hat aber auch gezeigt dass gerade Schweizer Grossbanken (also die UBS und die Credit Suisse) zwar bei den risikogewichteten Eigenkapitalmassen international stets zu den am besten kapitalisierten Finanzinstituten zählten, jedoch bei einer

Abb. 18: Kernkapitalquote und risikogewichtete Verschuldungsquote



Quelle: SNB (2009)

Letztlich muss jedoch auch berücksichtigt werden, dass stringenter Eigenkapitalvorschriften und Liquiditätsanforderungen, denen zudem oft scheinbar sehr genau quantifizierbare Indikatoren zugrunde liegen, auch eine falsche Sicherheit vorspiegeln. Denn es sollte nicht vergessen werden, dass in der jüngsten Finanzmarktkrise systemisch relevante Banken auch unter formeller Einhaltung der Mindestanforderungen nach Basel II in Schwierigkeiten geraten sind.

Eigenkapitalregulierungen und diesbezügliche Mindestanforderungen können schnell einmal wie Vorschrift zur Maximalgeschwindigkeit im Strassenverkehr interpretiert werden. Wenn diese 120 km/h beträgt, werden sich die Banken an diese Geschwindigkeit halten. Eine Unterschreitung dieser Geschwindigkeit kann sich im Wettbewerb ungünstig auswirken. Vergessen geht dabei jedoch, dass im Strassenverkehr zusätzlich eine verbindliche Regel vorschreibt, die Geschwindigkeit auch den Strassenverhältnissen anzupassen. In Krisensituationen müssten also die eigenen Mittel deutlich höher aus gestattet sein als es das gesetzliche Minimum verlangt, der Sicherheitspuffer müsste erhöht werden. Analog bedeutet das, dass die Geschwindigkeit erheblich zu reduzieren ist. Mindestvorschriften führen ausserdem zu einem gleichgerichteten Verhalten der Teilnehmer, was im Strassenverkehr erwünscht sein kann, auf Finanzmärkten jedoch leicht zu sich selbst verstärkendem und dadurch gefährlichem Herdenverhalten führen kann.

Der Basler Ausschuss für die Bankenregulierung hat im Dezember 2009 ein Dokument in die Konsultation geschickt, das eine Verfeinerung und Ausweitung des Regelwerkes nach Basel II vorsieht und heute auch unter dem neuen Kürzel Basel III kursiert (BIS 2009). Kernpunkte der vorgeschlagenen Reformen sind erstens modifizierte Regeln zur Risikogewich-

tung von Vermögenswerten, zweitens eine engere Fassung des Kapital- und Kernkapitalverhältnis und drittens die Einführung eines Mindest-Leverage-Verhältnisses (Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital). Hinzu kommen weitere Modifikationen bezüglich der Liquiditätsanforderungen. Insgesamt bewegen sich die Vorschläge allesamt im Rahmen der bisherigen Regulierungsphilosophie von Basel II. Zudem ist zu erwarten, dass um diese Regulierungsvorschläge, wie bereits bei vorangegangenen Regulierungen im Rahmen des Basler-Prozesses, namentlich Basel II, noch hart gerungen wird. Bis zum Inkrafttreten dieser Regeln kann gut noch ein Jahrzehnt verstreichen. Zudem ist natürlich zu erwarten, dass ein Verhandlungsgleichgewicht erst beim kleinsten gemeinsamen Nenner gefunden werden wird. Die Schweiz müsste aufgrund ihrer hohen potentiellen Exponiertheit daher die Vorschläge wieder mit einem Swiss Finish ergänzen.

Obwohl die Massnahmen im Bereich der Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen technisch am einfachsten und am schnellsten durchsetzen liessen ist diesen aus den genannten Gründen mit Skepsis zu begegnen. Im Sinne eines pragmatischen Vorgehens, werden diese Massnahmen aber sicher realisiert werden müssen.

6.2 Regulierungen des Geschäftsmodells

Vor allem in den USA wurde aufgrund der Erfahrungen der Grossen Depression auch das Geschäftsmodell der Banken reguliert. Bis 1999 galt in den USA ein striktes Trennbankensystem, das zusätzlich auch Restriktionen bezüglich des geografischen Tätigkeitsfeldes der Banken umfasste. Die Trennlinie verlief zwischen jenen Banken, die Einlagen des Publikums entgegen nehmen durften, wobei auf diesen

Einlagen eine Einlagenversicherung existierte und jenen Banken, die keine Publikumseinlagen entgegen nehmen konnten. Während erstere zudem über Zugang zu Liquiditätshilfe der Notenbanken über das Diskontfenster verfügten, war dies Letzteren verwehrt. Nicht zuletzt um diesen Zugang zu erhalten, haben die beiden verbleibenden Investment Banken Morgan Stanley und Goldman Sachs im September 2008 ihren Status in normale Geschäftsbanken umgewandelt.

Gegenwärtig wird in den USA erneut über Einschränkungen der Tätigkeitsfelder von Finanzintermediären gesprochen. So wird etwa erwogen, den Eigenhandel mit Wertschriften für Banken einzuschränken (Volcker-Vorschlag), oder generell systemisch relevanten Grossbanken Aktivitäten im Investmentbanking zu untersagen. In den Bereich Regulierung des Geschäftsmodells fallen auch alle Vorschläge hinsichtlich Unternehmensstruktur (Holdingsstruktur) beziehungsweise Einführung von sogenannten Sollbruchstellen bis hin zu Vergütungsvorschriften.

Bezüglich Beschränkungen des Geschäftsmodells ist zu kritisieren, dass sich diese Regulierungsvorschläge viel Wissen anmassen und dadurch allfällige nützliche und sinnvolle Innovationen behindern könnten. Die Restriktion des Geschäftsmodells stellt zudem grundsätzlich einen massiven Eingriff in die unternehmerische Freiheit dar. Und schliesslich laden Restriktionen bezüglich des Geschäftsmodells auch, wie etwa in den USA mit dem Schattenbankensystem beobachtet werden konnte, zu Regulierungsarbitrage ein.

Die beiden oben beschriebenen Stossrichtungen weisen gewichtige Nachteile auf. Die Gefahr besteht bei beiden Stossrichtungen, dass zur Vermeidung künftiger Finanzkrisen ergebnisorientierte Kontrollinstru-

mente erlassen werden. Zu erwähnen sind neuere Vorschriften über die Geldwäscherei, die Risikobeurteilungen voraussetzen, Bestimmungen über Maximalboni, die wie Mindestlohnvorschriften Ausdruck einer Ergebnisbeurteilung sind, oder die neuen Ansätze in der Kontrollpraxis der EU bei Bankenbeihilfen, denen ein ergebnisorientiertes «Marktdesign» zu Grunde liegt. Wie in anderen Branchen ist es besonders auch in der Finanz- und Bankwirtschaft unter anderem wegen der komplexen Struktur von Marktwirtschaften und der mangelnden Vergleichbarkeit der sich laufend wandelnden Nutzenvorstellungen der individuellen Akteure aber nicht möglich, zuverlässig zu beurteilen, wie sich heutiges unternehmerisches Verhalten in Zukunft auf die wirtschaftliche Wohlfahrt auswirken wird. Ergebnisorientierte Kontrollinstrumente machen sodann verbindliche Vorgaben bezüglich zu erreichender Ziele. Damit wird die gewährleistete Wettbewerbs- bzw. Wirtschaftsfreiheit aufgehoben. Stattdessen sollte eine künftige Regulierung vielmehr «Spielregeln» formulieren, welche bei Ausübung der Wirtschaftsfreiheit zu beachten sind. Bei diesen ginge es um Freiheitsbeschränkungen zum Schutze anderer Wirtschaftsteilnehmer und dem allgemeinen öffentlichen Interessen und eben nicht um inhaltliche Vorgaben.

Selbstverständlich wird – wie bereits weiter oben gesagt – etwa die Erhöhung der Eigenmittelunterlegung bei Grossbanken aus einer pragmatischen Warte heraus, die wohl am einfachsten zu realisierende Massnahme sein, weshalb man kaum herum kommen wird, zuerst hier anzusetzen. Dies auch im Wissen um die bekannten Nachteile einer solchen Massnahme. Letztlich sollte dies jedoch die Regulierungsbehörden nicht daran hindern, das Problem der systemisch relevanten Finanzintermediäre an der Wurzel zu packen und Massnahmen im Bereich eines Insolvenzverfahrens für systemisch relevante Finanzintermediäre anzugehen.

Aus diesem Grund wird im Folgenden die dritte Stossrichtung, welche auf die Schaffung eines geordneten Insolvenzverfahrens für systemrelevante Grossbanken abzielt mit grösserem Nachdruck eingegangen. Diese Stossrichtung hat den Vorteil, das TBTF-Problem frontal anzugehen, sie erweist sich aber auch als die wohl komplexeste Herausforderung. Im Gegensatz zu den übrigen Stossrichtungen, bezweckt diese die direkte Wiederherstellung der Marktdisziplin und -ordnung, und nicht nur eine «Simulierung» der Marktdisziplin, weshalb sie hier vor den übrigen Massnahmen präferiert wird. Ein klares und verbindliches Insolvenzverfahren auch

für systemisch relevante Finanzintermediäre könnte ausserdem die immer aufwändigeren und detaillierteren Regulierungen weitgehend ersetzen. Die Problematik mit einer immer ausführlicheren Regulierung von Banken liegt vor allem darin, dass sie einerseits die Regulierungsbehörden selbst immer stärker in die operationelle Verantwortung bei der Führung von systemisch relevanten Banken nimmt. Andererseits können aber systemisch relevante Grossbanken durch die stärkere operationelle Involvement der Regulierungsbehörden eigene Fehlleistungen Regulierungsfehlern zuschreiben (so genannter Peltzman-Effekt).

Box V: Der Peltzman-Effekt

In einer Studie zeigte Sam Peltzman, ein Ökonom von der Chicago Booth Business School, dass Verbesserungen der Sicherheitsvorkehrungen an Kraftfahrzeugen weniger als erwartet auf die Unfallinzidenz durchschlugen, weil die Leute bei derart sicheren Autos anfangen, weniger vorsichtig zu fahren. Der Peltzman-Effekt bezeichnet die Tendenz, risikoreiches Verhalten angesichts höherer Sicherheitsregulierungen zu erhöhen und damit den beabsichtigten Nutzen der Regulierung zunichte zu machen. Der Peltzman-Effekt geht auf Sam Peltzman, Ökonomieprofessor an der Chicago Booth School zurück, der Verhaltensmuster im Strassenverkehr beobachtet hat. Je mehr Automobile mit Sicherheitsvorkehrungen (Sicherheitsgurten, ABS usw.) ausgerüstet werden, umso höhere Risiken gehen die Autofahrer ein. Die Analogie zum Risikoverhalten der Grossbanken ist nicht zu übersehen. Je detaillierter der Staat das Bankensystem reguliert hat, umso riskanter wurde das Geschäftsgebaren der Banken. Basel II hat sogar eine eigentliche Normierung des Risikoverhaltens gefördert. Herdenverhalten wurde dadurch noch potenziert.

6.3 Geordnetes Insolvenzverfahren für systemrelevante Banken

Seit dem 1. Juli 2004 verfügt die Schweiz über ein revidiertes Liquidations- und Sanierungsrecht für Banken, das im Bankengesetz geregelt ist. Das frühere Insolvenzrecht musste wegen verschiedener Unzulänglichkeiten revidiert werden. Ein aus öko-

nomischer Sicht wichtiges Problem war, dass es nur die Wahl zwischen einer Schliessung einer Bank infolge Bewilligungsentzug und einer freiwilligen Sanierung liess. Abgesehen davon, dass in einem wettbewerbsintensiveren Umfeld freiwillige Sanierungen eher unwahrscheinlich werden, leuchtet auch ein, dass für eine systemisch relevante Bank der Weg über eine freiwillige Sanierung und erst recht über

eine Liquidation infolge Bewilligungsentzugs sinnvollerweise kaum beschritten werden kann. Das 2004 revidierte Bankenrecht sieht daher neu auch die Möglichkeit einer Zwangssanierung vor, wobei die Institutsaufsicht FINMA über weitreichende Kompetenzen zur Einleitung und Abwicklung eines solchen Verfahrens verfügt (siehe Bericht SCHERRER 2000, BUNDESRAT 2002, JAEGER und HAUTLE 2009).

Das geltende Insolvenzrecht sieht ein Superprivileg für Neugeld vor, und vor allem enthält es in Art. 29 Abs. 2 des BankG die rechtlichen Grundlagen für einen Debt-to-Equity-Swap, also die Umwandlung von Gläubigerforderungen in Eigenkapital.⁴¹ Durch eine Zwangssanierung besteht daher die Möglichkeit der Herbeiführung einer Sofort-Solvvenz, ohne dass die betreffende Bank ihre Geschäftstätigkeit einstellen müsste und so ein «Grounding» der Bank droht. Das geltende Insolvenzrecht kommt ausserdem dem aus ökonomischer Sicht wichtigen Erfordernis nach einer Werterhaltung beziehungsweise Wertmaximierung (Art. 29 Abs. 1 BankG) sowie der weitestgehenden Wahrung der Ansprüche und ihrer Rangfolge (Art. 31 BankG) nach. Alle diese Regelungen sind *a priori* auch auf systemisch relevante Grossbanken anwendbar. Zudem wären zur Sanierung einer solchen Bank aufgrund der klar definierten Gläubigeransprüche und deren Rangfolge keine Drittmittel etwa in Form eines Eigenkapitaleinschusses durch den Staat notwendig. Das Wertmaximierungserfordernis zusammen mit den übrigen Regulierungen sollte daher die Kosten auch für den Staat und letztlich die Steuerzahler minimieren helfen.

Da ein konkretes Verfahren für eine Bankensanierung weitgehend schon existiert, wird das Scherengewicht im Folgenden stärker auf die Zeitinkonsistenzproblematik staatlichen Handelns gelegt. Damit soll nicht gesagt werden, dass es im geltenden Insolvenzrecht für Banken nicht noch Unklarheiten

gibt. Diese zu beheben erscheint indes als grundsätzlich möglich und stellt kein Hindernis für die Anwendung des bestehenden Rechts dar. Viel gewichtiger dürfte hingegen die Problematik sein, das Insolvenzrecht tatsächlich auch anzuwenden.

Man befindet sich hier gleichsam in einem teuflischen Zirkel gefangen, aus dem auszubrechen die erste grosse Herausforderung ist. Denn einerseits existiert ein Insolvenzrecht, das strenggenommen – möglicherweise um einzelne Spezialregelungen ergänzt – auch auf systemisch relevante Banken angewendet werden könnte. Demnach existieren die Grundlagen für ein Insolvenzrecht für systemisch relevante Finanzinstitute (Special Resolution Regime, SRR). Andererseits geht davon die erwünschte disziplinierende Wirkung deshalb nicht aus, weil eben dieses Recht nicht angewendet wird. Das geltende Recht bleibt somit toter Buchstabe.

STERN und FELDMAN (2004) nennen als wichtige Ursache der TBTF-Problematik genau dieses Problem als Hauptursache für das Versagen der Regulierungsstrategie der Behörden. Den Behörden gelinge es nicht, den nicht versicherten Gläubigern der Banken glaubhaft zu machen, dass die Behörden und die Regierung die finanziellen Stützungsmaßnahmen zugunsten eines Not leidenden Finanzintermediärs minimieren werde. Sie nennen als direkte Ursachen implizite Garantien zugunsten der unversicherten Gläubiger sowie die Grösse der betroffenen Finanzintermediäre. STERN und FELDMAN (2009) bringen diese Ausgangslage wie folgt auf den Punkt: «*A TBTF regime is a policy environment in which uninsured creditors expect the government to protect them from prospective losses from failure of a big bank*».

Das Problem eines geordneten Insolvenzrechtes lässt sich daher auf zwei Ebenen zerlegen. Die erste Ebene beinhaltet die effektiven Ausführungen im Insolven-

zrecht, während die zweite Ebene die Interventionsregel beinhaltet und mit dem Zeitinkonsistenzproblem staatlichen Handelns zu tun hat.

Zeitinkonsistenzproblem

Die Behörden und insbesondere die Politik sehen sich in der heutigen Situation mit einem Zeitinkonsistenzdilemma ähnlich jenem in der Geldpolitik konfrontiert (short term gain vs. long term pain). Um Finanzinstitute *ex ante* anzureizen, keine exzessiven Risiken einzugehen, müsste die Politik glaubwürdig versichern, dass sie diese im Falle von Problemen untergehen lässt. Sobald jedoch Probleme eintreten, kann die Politik ihr ursprüngliches Versprechen nicht einlösen, denn *ex post* erscheint es immer optimal, systemische Effekte zu vermeiden und eine Rettung durchzuführen und zumindest die Fremdkapitalgeber ungeschoren davon kommen zu lassen. Da Grossbanken und deren Aktionäre dieses Dilemma durchschauen und darauf spekulieren, dass sie der Staat nicht untergehen lässt, verliert die Drohung an Glaubwürdigkeit und entfaltet damit *ex ante* keine disziplinierende Wirkung mehr.⁴²

Die SNB beaufsichtigt keine einzelnen Banken. In ihrem Fokus stehen nicht die einzelnen Institute, sondern das Bankensystem als Ganzes. Im Krisenfall ist die SNB wie jede Zentralbank in erster Linie für die Aufrechterhaltung der Liquiditätsversorgung zuständig. Dies kann sie einerseits tun, indem sie den Markt allgemein grosszügig mit Liquidität versorgt. Andererseits kann eine Notenbank als «Lender of Last Resort» (LOLR) aber auch ausserordentliche Liquiditätshilfe an einzelne Banken leisten.

Bereits die Erwartung einer solchen Unterstützung kann zu einem schwer wiegenden Fehlverhalten der Banken führen. Viele Notenbanken bevorzugen daher eine Strategie der «constructive ambiguity» oder konstruktiven Ambivalenz und lassen den Banken-

sektor über ihre LOLR-Rolle im Unklaren. Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass die Notenbank mit ihrem Schweigen den Markt nicht daran hindern kann, möglicherweise fatale Erwartungen zu bilden.

Spieltheoretisch gesprochen, verfolgten die Behörden mit der Strategie der «konstruktiven Ambivalenz», eines der Diplomaten-sprache entlehnten Ausdrucks, eine gemischte Spielstrategie, welche beim Gegenspieler hohe Unsicherheit über das tatsächliche Verhalten der Behörde im Extremfall kreieren sollte. Die Behörden liessen absichtlich offen, ob sie eine Not leidende Bank retten oder untergehen lassen würden. Diese Unsicherheit sollte dem Gegenspieler hohe Anreize verschaffen, die Selbstvorsorge zu erhöhen. Mithin erhoffte man sich von dieser gemischten Spielstrategie eine disziplinierende Wirkung auf das Risikogebaren der Finanzintermediäre.

Diese Strategie ist jedoch im Zuge der jüngsten Finanzmarktkrise gescheitert. Auch wenn etwa der Konkurs von Lehman Brothers noch als strategiekonform interpretiert werden konnte – nach mehreren Bankenrettungen wurde einer gemischten Spielstrategie folgend eine Bank geopfert – waren die Folgen des Untergangs dieser Bank für das globale Finanzsystem derart fatal, dass klar wurde, dass künftig alles daran gesetzt werden muss, einen ähnlichen Vorfall zu vermeiden. Diese Spielstrategie hat damit ihre Glaubwürdigkeit verloren und kann daher nicht mehr angewendet werden. Diese Strategie wurde etwa auch durch Aussagen der G-20, wonach die Staaten keine systemrelevanten Banken mehr fallen lassen dürften konterkariert.

An die Stelle der alten Strategie muss deshalb neu eine *ex ante* unverrückbare Regel treten, welche eine nachträgliche Neuverhandlung ausschliesst. Eine Strategie des «No-bailout» kann daher nur

dann wiederhergestellt werden, wenn sie mit klaren, eindeutigen und unverrückbaren *ex ante* Selbstbindungen der Behörden kombiniert wird. Dies bedingt einerseits die Definition eines unwiderruflich durchzuführenden Insolvenzverfahrens. Und andererseits bedingt dies eine starke Regelbindung der Behörden. Dadurch könnten die bestehenden Erwartungen bei den nicht versicherten Gläubigern und Aktionären auf einen staatlichen Bailout konterkariert und so die Marktdisziplin wiederhergestellt werden. Ergänzend muss die Schaffung einer Reputation kommen, die kaum mehr Zweifel offen lässt, dass im Notfall tatsächlich ein Insolvenzverfahren vollzogen wird. Eine solche Reputation kann sich die Behörde durch entsprechende Kommunikation ihrer Massnahmen aufbauen. Zusätzlich könnten weitere Elemente treten, wie etwa jährlich durch systemisch relevante Grossbanken den Behörden zu unterbreitende «Living Wills» (ähnlich einem Testament). Demnach wären systemisch relevante Finanzintermediäre verpflichtet, zu Handen der Behörden eine Selbstabwicklungsverfügung aufzusetzen, welche Einzelheiten über die mögliche Abtrennung systemrelevanter Bankenfunktionen (bspw. wichtige Zahlungsinfrastrukturen) enthalten könnte und damit Transparenz hinsichtlich der Organisationsstruktur systemrelevanter Banken schafft.

Ein entscheidender Punkt ist, das Versprechen der Politik durch *ex ante* unverrückbare Selbstbindungen und den Aufbau einer entsprechenden Reputation glaubwürdig zu machen. Dies könnte etwa geschehen, indem das Insolvenzverfahren mindestens auf Gesetzesstufe verankert wird und so den Behörden *ex post* keinen diskretionären Handlungsspielraum mehr belassen würde, mit einer in Not geratenen systemisch relevanten Bank in Verhandlungen zu treten (siehe ZÜRCHER und HELD 2009). Ein solches Verfahren könnte etwa folgende Elemente beinhalten:

1. Ab einem zum Voraus definierten Interventionszeitpunkt – etwa beim Unterschreiten gewisser Schwellenwerte – schreitet der Staat ein und leitet ein Sanierungsverfahren ein.⁴³
2. Die Aktionäre würden enteignet und die nicht versicherten Gläubiger würden nach einer zum Voraus eindeutig definierten Hierarchie der Gläubigerforderungen (vor allem auch der ausländischen Gläubiger) via einen Debt-to-Equity-Swap am Verlustrisiko mitbeteiligt. Das Management würde entlassen beziehungsweise ersetzt.

Durch die Mitbeteiligung der nicht versicherten Einleger und der Aktionäre am Verlustrisiko würde eine Art «bail-in» anstelle der in der jüngsten Krise zu Hauf beobachteten und für die Steuerzahler kostspieligen «bail-outs» treten. Ein wesentlicher Vorteil des skizzierten Vorschlages läge auch darin, dass nicht notwendigerweise eine internationale Koordination des Verfahrens notwendig wäre, sondern ein solches im Wesentlichen national abgewickelt werden könnte. Ausserdem sollten dadurch auch die *ex-ante*-Risiken sowie die *ex-post*-Kosten für die Steuerzahler geringer ausfallen als bisher. Von der Verstaatlichungsdrohung als mögliche «Höchststrafe» ginge eine permanent disziplinierende Wirkung auf das Risikoverhalten systemrelevanter Grossbanken und vor allem der nicht versicherten Gläubiger und der Aktionäre aus.

Konstruktive Klarheit allein genügt nicht

Die SNB hat schon lange vor dem eingetretenen Ernstfall in der jüngsten Finanzmarktkrise dargelegt, unter welchen Bedingungen sie als Lender of Last Resort (LOLR) agieren wird. So muss kumulativ erfüllt sein, dass die betreffende Bank für die Stabilität des Finanzsystems relevant sein muss, sie muss solvent sein und die Liquiditätshilfe muss durch entsprechende Sicherheiten gedeckt sein. Dieser Ansatz

der SNB wird auch unter dem Begriff der konstruktiven Klarheit (constructive clarity) propagiert.

Die drei genannten Kriterien sind jedoch nicht auf Gesetzesstufe verankert, sondern allein in einer Richtlinie enthalten. Ein im Oktober 2008 veröffentlichtes Gutachten des Rechtsdienstes der SNB hielt denn auch fest, dass «die SNB [...] bei Bedarf jederzeit ohne Vorankündigung von den darin beschriebenen Verfahren und Konditionen während eines begrenzten Zeitraums abweichen [kann]» (SNB 2008). Der SNB-Rechtsdienst kommt im konkreten Fall zum Schluss, dass die Bedingungen für eine Intervention im Fall UBS gegeben waren. Dennoch sind Zweifel geblieben⁴⁴, und vor allem wurde als stossend empfunden, dass die genannten Kriterien allein auf einer SNB-Richtlinie basieren und dem SNB-Direktorium daher ein sehr grosser diskretionärer Ermessensspielraum zukommt.⁴⁵

Zwar hält das Rechtsgutachten fest, dass mit der Formulierung der Interventionsprinzipien in Form von Richtlinien «eine gewisse Selbstbindung» erfolgt. Gemäss Staats- und Verwaltungsrecht müssen indes hoheitliche Eingriffe sehr hohen Anforderungen genügen: es muss eine rechtliche Grundlage existieren, das öffentliche Interesse muss ausgewiesen sein und ein Eingriff muss verhältnismässig sein. Üblicherweise gilt zudem, dass je tiefer ein Eingriff ist, desto höheren Ansprüchen sollte die Rechtsgrundlage genügen. Im Sinne einer festen Verankerung der Interventionsprinzipien müssten demnach die drei LOLR-Voraussetzungen mindestens gesetzlich festgehalten werden. Die Idee wäre auch hier, dass eine solche Verankerung abschreckend wirken sollte.

Die genannten Unklarheiten sind exemplarisch dafür, wie in den letzten Jahrzehnten aufgrund einer allmählichen Ausweitung der impliziten Garantien und Sicherheiten zugunsten grosser Finanzinterme-

diäre und gegenüber Aktionären das bereits durch die alleinige Existenz eines Lenders of Last Resort implizierte Verhaltensrisiko stets verschärft wurde.

Es kann füglich darüber gestritten werden, ob eine gesetzliche Verankerung der Bedingungen, unter welchen eine Intervention stattfinden kann, ex ante auf das Management, die Besitzer und die nicht versicherten Gläubiger eine genügend disziplinierende Wirkung entfaltet. Klar ist jedenfalls, dass die meist informelle Verankerung der Interventionsprinzipien und -kriterien mit dazu beigetragen haben, dass sich die Gläubiger und Aktionäre letztlich in Sicherheit glaubten. Der Lauf der Dinge während der jüngsten Finanzmarktkrise und die Ereignisse im Zusammenhang mit der Rettung der UBS haben dieser Sicht Recht gegeben.

Damit sich demnach ein solches Ereignis nicht wiederholen kann, sollten die Interventionskriterien gesetzlich verankert werden. Die davon ausgehende Selbstbindung würde auch dem gerade in den USA während der Finanzmarktkrise beobachteten ad hoc-Interventionismus, der auch mit grosser Willkür verbunden und daher auch nicht immer von hoher Effizienz geprägt war, Einhalt gebieten.

Dass regelgebundene Mechanismen dieser Art erfolgreich funktionieren können und sich in der Realität bewähren, zeigen etwa die Schuldenbremse oder die Praxis der Geldpolitik. In beiden Fällen begegnete man den entsprechenden Vorschlägen anfänglich mit grosser Skepsis. Heute sind sie ein wesentlicher und fester Bestandteil einer berechenbaren und erwartbaren Wirtschaftspolitik geworden.

Probleme im grenzüberschreitenden Bankengeschäft Gegen das oben skizzierte Insolvenzverfahren wenden viele Experten ein (siehe exemplarisch etwa BIS 2010), dass ein solches vor allem im grenzü-

berschreitenden Bankengeschäft nicht vollziehbar wäre. Erstens liegen viele Aktiven der systemisch relevanten Banken im Ausland, so dass im Rahmen eines Insolvenzverfahrens kein Zugriff auf diese bestehen würde. Wichtiger ist jedoch, dass Massnahmen im Inland damit auch Rückwirkungen auf die Finanzstabilität in anderen Ländern, wo das betreffende Finanzinstitut möglicherweise ebenfalls wichtige Aktivitäten unterhält, haben könnten. Weiter wird argumentiert, dass wenn nur Teile einer systemisch relevanten Bank in Konkurs geschickt würden, dies unweigerlich Rückwirkungen auf die gesamte Bank habe, da der Vertrauensschwund nicht entlang einzelner Bereiche einer Bank eingedämmt werden könne. Die BIS (2010) argumentiert in dieselbe Richtung und gibt daher der Schaffung eines glaubwürdig zu vollziehenden Insolvenzverfahren wenige Chancen. Dabei ist die Position der Bank for International Settlement (BIS) durchaus nicht widerspruchsfrei.⁴⁶ So verlangt diese in ihrer ersten Empfehlung, dass auf nationaler Ebene die notwendigen Vorkehrungen für Insolvenzverfahren zu treffen sind: *«National authorities should have appropriate tools to deal with all types of financial institutions in difficulties so that an orderly resolution can be achieved that helps maintain financial stability, minimise systemic risk, protect consumers, limit moral hazard and promote market efficiency. Such frameworks should minimise the impact of a crisis or resolution on the financial system and promote the continuity of systematically important functions. Examples of tools that will improve national resolution frameworks are powers, applied where appropriate, to create bridge financial institutions, transfer assets, liabilities, and business operations to other institutions, and resolve claims»* (BIS 2010).

Gleichzeitig nennt aber die BIS zahlreiche Probleme im grenzüberschreitenden Bankengeschäft, welche ein grenzüberschreitendes Insolvenzverfahren ver-

unmöglichen würden. Dazu gehört, dass Staaten in erster Linie ihre Gläubigerforderungen befriedigen werden und heute keine institutionalisierten internationalen Zusammenarbeitsformen existieren, wie mögliche Konflikte aufzulösen wären.

So berechtigt die Einwände der BIS letztlich sind, muss auch entgegnet werden, dass die Abwicklung von internationalen Insolvenzverfahren immer schon sehr komplex war, ungeachtet ob es sich dabei um normale Unternehmen handelt oder um Finanzintermediäre. In diesem Zusammenhang ist etwa auch an das Insolvenzverfahren im Fall Swissair zu erinnern. Gleichzeitig sollten die Probleme nicht überschätzt werden. Viele Einwände könnten durch entsprechende privatrechtliche Verträge zwischen systemisch relevanten Finanzinstituten und den nicht versicherten Fremdkapitalgebern geregelt werden.

Letztlich bedeuten bessere Insolvenzregeln tiefere Finanzierungskosten und bringen ein höheres Wohlstandsniveau. Damit stellt ein funktionierendes Insolvenzrecht *ex ante* alle Beteiligten besser. Dabei müssen Probleme der internationalen Inkompatibilität nationaler Insolvenzverfahren sicher ernst genommen werden. Sie sollten aber, wie im Übrigen auch die BIS festhält, kein Hindernis zur Optimierung nationaler Regeln darstellen und schon gar nicht dazu verleiten, auf die Verbesserung der Rechtssicherheit im internationalen Bereich von vornherein zu verzichten (BIRCHLER et al. 2003).

Die künftigen Regulierungsbemühungen sollte insgesamt von der Einsicht getragen werden, dass eine einfache und dennoch wirksame Finanzmarktregulierung auch ein entscheidender Wettbewerbsvorteil sein kann. Denn wer will sein Kapital schon Banken anvertrauen, die nur minimalsten oder gar keinen Regulierungen genügen müssen.

07 Ausblick

Die jüngste Finanzmarktkrise hat auch in der Schweiz einerseits gravierende regulatorische Unterlassungen und andererseits professionelle Fehlleistungen bei den Grossbanken offen gelegt. Wichtigste Feststellung bleibt dabei, dass es die beiden systemisch relevanten Grossbanken in der Schweiz trotz risikoreicherem Geschäftsmodell unterlassen haben, ihre Selbstvorsorge und -versicherungen in Form von mehr eigener Mittel zu erhöhen. Obwohl sie also höhere Risiken eingegangen sind, hat deren Risikofähigkeit deutlich abgenommen. Der in der Schweiz hoch gehaltene Ansatz der Selbstregulierung hat demnach versagt.

Ein wesentlicher Grund für dieses Versagen der Selbstregulierung liegt in der den beiden Grossbanken implizite gewährten und im Zuge der Bankenkrise explizite gewordenen Staatsgarantie. Dadurch wurden diese beiden Finanzinstitute der Disziplinierung durch den Markt enthoben, was volkswirtschaftliche Verzerrungen zur Folge hat. Diesem Problem kann einerseits indirekt begegnet werden, indem von den beiden Finanzinstituten das Vorhalten von mehr eigenen Mitteln sowie die Einhaltung stringenterer Liquiditätsvorschriften verlangt oder indem man deren Geschäftsmodell reguliert und gewisse Bankaktivitäten untersagt. Dieser Ansatz löst jedoch das Grundproblem systemisch relevanter Finanzintermediäre nicht, wonach diese nämlich einen umfassenden Konkurschutz genießen. Daher muss zwingend auch das Problem an der eigentlichen Ursache angegangen werden, was letztlich bedeutet, dass über eine Revision des Bankengesetzes das Insolvenzverfahren für systemisch relevante Finanzintermediäre ergänzt werden muss.

Bessere Insolvenzregeln bedeuten für die ganze Wirtschaft tiefere Finanzierungskosten, das heisst mehr Investitionen und ein höheres Wohlstandsniveau. Das Insolvenzrecht ist eines der wenigen Gebiete, in

dem eine Revision alle Beteiligten (*ex ante*) besser stellen kann. Grosser Handlungsbedarf besteht insbesondere beim grenzüberschreitenden Bankeninsolvenzverfahren. Konflikte zwischen verschiedenen Jurisdiktionen bezüglich Zuständigkeit von Gerichten und Behörden oder bezüglich der Zugehörigkeit von Aktiven zur Konkursmasse sowie der Gültigkeit von Forderungen schaffen Rechtsunsicherheit. Ferner wird die Bewältigung von Solvenzproblemen erschwert, wie auch immer die nationalen Regeln ausgestaltet sein mögen. Probleme der internationalen Unverträglichkeit nationaler Insolvenzrechte sind also ernst zu nehmen, dürfen aber letztlich kein Grund sein, auf eine Optimierung nationaler Regeln, wie sie in diesem Aufsatz diskutiert wird, zum vornherein zu verzichten.

Eine *bessere* Regulierung von Banken wird sich letztlich auch als wettbewerblicher Standortvorteil herausstellen.

o8 Literaturangaben

- ACHARYA, Viral und Matthew RICHARDSON (2009): *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*. Wiley.
- ALLENSPACH, Nicole (2010): *The interaction between the Swiss banking sector and the macroeconomy: Results from a VAR analysis*. SNB working paper, forthcoming.
- AVENIR SUISSE (2007): *Aufschwung als Reformchance. Analyse der Wirtschaftsentwicklung und Reformskizze für eine prosperierende Schweiz*. Zürich.
- BAILY, Martin Neil, Robert E. LITAN, and Matthew S. JOHNSON (2008): *The Origins of the Financial Crisis. The Initiative On Business and Public Policy Brookoing. Fixing Finance Series Paper 3*. http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2008/11_origins_crisis_baily_litan/11_origins_crisis_baily_litan.pdf
- BAKER, D. und T. MCARTHUR (2009): *The Value of the «Too Big to Fail» Big Bank Subsidy*. CEPR Issue Brief, September. <http://www.cepr.net/documents/publications/too-big-to-fail-2009-09.pdf>
- BALL, Laurence M. (2009): *Money, Banking, and Financial Markets Study Guide*. Worth Publishers.
- BAUMANN, Claude und Werner E. RUTSCH (2008): *Swiss Banking – wie weiter? Aufstieg und Wandel der Schweizer Finanzbranche*. NZZ Libro.
- BANK OF ENGLAND (2009): *The role of macroprudential policy*. A Discussion Paper. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/financialstability/roleofmacroprudential-policy091121.pdf>
- BEBCHUK, Lucian Arye (1988): *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in: *Harvard Law Review*, 101, S. 775-804.
- BEBCHUK, Lucian Arye und Howard F. CHANG (1992): *Bargaining and the Division of Value in Corporate Reorganization*, in: *Journal of Law, Economics and Organization* 8.
- BERICHT SCHERRER (2000): *Bankensanierung, Bankenliquidation und Einlegerschutz*. www.efd.admin.ch
- BIRCHLER, Urs W. und Dominik EGLI (2003): *Ein neues Bankinsolvenzrecht für die Schweiz*, in: *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*. <http://www.sjes.ch/papers/2003-II-1.pdf>
- BIS (2002): *Aufsichtsempfehlungen für die Behandlung schwacher Banken*. Bericht der Task Force «Schwache Banken». Basel. <http://www.bis.org/publ/bcbs88ger.pdf>
- BIS (2009): *Strengthening the resilience of the banking sector*. Basel Committee on Banking Supervision. <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>
- BIS (2010): *Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group - final paper*. March. <http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf?noframes=1>
- BLATTNER, Niklaus (2004): *Systemstabilität und Sicherheit der Systeme*. Referat an den Luzerner Tagen für Informationssicherung (LUTIS). http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20040525_nbl
- BODMER, Frank und Silvio BORNER (2010): *Crash. Marktversagen – Staatsversagen*. Rüegger.
- BREWER, Elijah und Julapa JAGTIANI (2007): *How much would banks be willing to pay to become »Too-Big-To-Fail» and to capture other benefits?* Research Working Papers, Federal Reserve Bank of Kansas City. <http://www.kansas-cityfed.org/Publicat/Reswkpap/PDF/RWP07-05.pdf>
- BRUNNERMEIER, Markus K. (2009a): *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-08*, in: *Journal of Economic Perspectives*, Winter. http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch.pdf

- BRUNNERMEIER, Markus, Andrew CROCKETT, Charles GOODHART, Avinash D. PERSAUD and Hyun SHIN (2009): The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Reports on the World Economy 11. <http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Geneva11.pdf>
- BUITER, Willem (2009a): Referat Too Big To Fail is Too Big, anlässlich der 1. Wegelin Strukturierte Produkte Konferenz: Finanzsystem zwischen Krise und Zukunft, Zürich, Oktober.
- BUITER, Willem (2009b): Too big to fail is too big, in: *Maverecon*, Financial Times vom 24. Juni. <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/06/too-big-to-fail-is-too-big/>
- BUNDESRAT (2002a): Botschaft zur Änderung des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen vom 20. November. <http://www.admin.ch/ch/d/ff/2002/8060.pdf>
- BUNDESRAT (2002b): Zweiter Bericht des Bundesrates zum Bericht der Geschäftsprüfungskommission des Ständerates vom 19. September. <http://www.news-service.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/223.pdf>
- BUNDESRAT (2008): Botschaft zu einem Massnahmenpaket zur Stärkung des schweizerischen Finanzsystems vom 5. November. <http://www.admin.ch/ch/d/ff/2008/8943.pdf>
- ENNIS, Huberto M. und H.S. MALEK (2005): Bank Risk of Failure and the Too-Big-to-Fail Policy. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* (Spring). http://www.richmondfed.org/publications/research/economic_quarterly/2005/spring/pdf/ennismalek.pdf
- FSB (2009): Progress since the Pittsburgh Summit in Implementing the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107a.pdf
- GORTON, Gary B. (2008a): The Panic of 2007. NBER Working Paper No. W14358. <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2008/gorton.08.04.08.pdf>
- GORTON, Gary B. (2008b): The Subprime Panic. NBER Working Paper No. W14398. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1276047
- GROS, Daniel (2010): Too interconnected to fail = too big to fail: What is in a leverage ratio? *VoxEU* vom 26. Januar. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4524>
- HALDANE, Andrew G. und Piergiorgio ALESSANDRI (2009): Banking on the State. <http://www.bis.org/review/r091111e.pdf>
- HILDEBRAND, Philipp (2009): Lehren aus der Krise für die globale Finanzmarktinfrastruktur. Referat am Zermatter Symposium am 25. August. http://www.bancanazionale.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090825_pmh
- IMF (2010a): World Economic Outlook Update. A Policy-Driven, Multispeed Recovery. January. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/update/01/pdf/0110.pdf>
- IMF (2010b): Global Financial Stability Report. GFSR Market Update. Financial System Stabilized, but Exit, Reform, and Fiscal Challenges Lie Ahead. January. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fmu/eng/2010/01/pdf/0110.pdf>
- IMF (2009a): World Economic Outlook. Sustaining the Recovery. October. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/02/pdf/text.pdf>
- IMF (2009b): Global Financial Stability Report. Navigating the Financial Challenges Ahead. October. <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/text.pdf>
- IMF (2009c): Switzerland: 2009 Article IV Consultation—Staff Report. Washington. <http://imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr09164.pdf>
- IMF (2008): World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns, and Recoveries. October. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/index.htm>

- JAEGER, Raphael und Thomas HAUTLE (2009): Bankenkonzers und Einlagensicherung in der Schweiz, in: AJP. http://www.wegelin.ch/download/medien/artikel/0904_AJP_Bankenkonzers.pdf
- KAUFMAN, George G. (2003): Too big to fail in U.S. Banking: Quo Vadis? Federal Reserve Bank of Chicago. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=386902
- KYDLAND, F.E. und E.C. PRESCOTT (1977): Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans, in: *Journal of Political Economy* 85.
- LAROSIÈRE, de Jacques (2009): The high-level Group of Financial Supervision in the EU. Report. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf
- LEVINE, Ross (2004): Finance and Growth: Theory and Evidence. NBER Working Papers 10766. http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_Book_Durlauf_FinNGrowth.pdf
- MEISTER, Urs (2009): Kantone als Konzerne. *Avenir Suisse*, Zürich. http://www.avenir-suisse.ch/content/themen/effizienz-der-institutionen/kt-monitoring2/mainColumnParagraphs/0/document1/as_kantonsmonitoring_0905.pdf
- MISHKIN, Frederic S. (2006): How Big a Problem is Too Big To Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts, in: *Journal of Economic Literature* (December).
- MODIGLIANI, Franco und Merton MILLER (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*. <http://www.his.se/PageFiles/17648/modigliani-andmiller1958.pdf>
- MORGAN, Donald P. und Kevin J. STIROH (2005): Too big to fail after All these Years. Federal Reserve Bank of New York Staff Papers. http://app.ny.frb.org/research/staff_reports/sr220.pdf
- MÜLLER, Urs (2009): Die Banken besteuern statt regulieren. Die Vorteile von Lenkungssteuern zur Verhinderung von Finanzkrisen, in: *NZZ* vom 27. Oktober.
- OECD (2009): *Economic Survey of Switzerland 2009*. Paris.
- PARTNOY, Frank (2004): *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*. Holt Paperbacks.
- REINHART, Carmen M. und Kenneth S. ROGOFF (2009a): *This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. Princeton: Princeton University Press.
- REINHART, Carmen M. und Kenneth S. ROGOFF (2009b): *The Aftermath of Financial Crises*. NBER W.-Paper No. 14656. http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Aftermath.pdf
- REINHART, Carmen M. und Kenneth S. ROGOFF (2010a): *Growth in a Time of Debt*. NBER Working Paper No. 15639. <http://www.aeaweb.org/aea/conference/program/retrieve.php?pdfid=460>
- REINHART, Carmen M. und Kenneth S. ROGOFF (2010b): *From Financial Crash to Debt Crisis*. NBER Working Paper No. 15795. <http://www.princeton.edu/economics/seminar-schedule-by-prog/macro-s10/papers/Reinhardt.pdf>
- REINHART, Vincent (2009): Some Comments on «Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts» by Gary Stern and Ron Feldman. *Brookings*. <http://www.docstoc.com/docs/5606575/Some-Comments-on-Too-Big-to-Fail-The-Hazards-of-Bank-Bailouts>
- RIME, Bertrand (2005): Do «too big to fail» expectations boost large bank issuer ratings? Working Paper, Swiss National Bank. <http://www.bis.org/bcbs/events/rtf05Rime.pdf>

- SANTOMERO Anthony M. und David F. BABEL (2001): *Financial Markets, Instruments and Institutions*. McGraw-Hill Higher Education, 2nd Ed.
- SCHMID, Markus M. und Ingo WALTER (2008): *Do Financial Conglomerates Create or Destroy Economic Value?* EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929160
- Seco (2006): *Konjunkturtendenzen Winter. Einige Merkmale der Wertschöpfung im Finanzsektor.* <http://www.seco.admin.ch/themen/00374/00375/00381/index.html>
- SINN Hans-Werner (2009): *Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist.* Econ, Berlin.
- SNB (2009): *Bericht zur Finanzstabilität.* http://www.snb.ch/de/mmr/reference/stabrep_2009/source/stabrep_2009.de.pdf
- SQUAM LAKE WORKING GROUP ON FINANCIAL REGULATION (2009): *An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities.* Working Paper. http://www.cfr.org/publication/20558/improving_resolution_options_for_systemically_relevant_financial_institutions.html?breadcrumb=%2Fissue%2Fpublication_list%3Fid%3D492%26page%3D3
- STEIL, Benn (2009): *Lessons of the Financial Crisis.* Council on Foreign Relations. Special Report No. 45. <http://www.cfr.org/publication/18753/>
- STERN, Gary H. und Ron J. FELDMAN (2009): *Too Big To Fail. The Hazards of Bank Bailouts.* Brookings Institution Press.
- TARASHEV, N., C. BORIO, and K. TSATSARONIS (2009): *The systemic importance of financial institutions,* in: *BIS Quarterly Review*, September. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0909h.pdf?noframes=1
- TILLE, Cédric (2009): *What are Switzerland's vulnerabilities?* VoxEU March 12th. <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3245>
- UBS (2008): *Shareholder Report on UBS's Write-Downs vom 18. April.* <http://www.ubs.com/1/e/investors/releases?newsId=140339>
- WHITE, William R. (2004): *Are Changes in Financial Structure Extending Safety Nets?* BIS Working Paper No. 145. <http://www.bis.org/publ/work145.pdf?noframes=1>
- ZÜRCHER, Boris und Thomas HELD (2009): *Wie man systemrelevante Grossbanken besser disziplinieren kann: Ein Beitrag zur Diskussion über Krisenprävention,* in: *Neue Zürcher Zeitung vom 7. Mai.*

Endnoten

- 1 Das gesamte Eigenkapital der UBS betrug am Jahresende 2007 CHF 43.8 Mrd., am Jahresende 2008 CHF 40.5 Mrd. und am Jahresende 2009 CHF 48.6 Mrd.
- 2 Relativ gesehen überstiegen natürlich die Abschreibungen der Isländischen Banken jene von Schweizer Banken deutlich. In absoluten Zahlen waren die Abschreibungen der isländischen Banken jedoch deutlich kleiner. Das Isländische BIP ist rund 30-mal kleiner als das der Schweiz.
- 3 Angaben gemäss den Geschäftsberichten der UBS und der CSG.
- 4 Bedauerlicherweise lässt sich diese von der SNB und der FINMA vorgegebene Leverage Ratio aufgrund der Angaben in den Geschäftsberichten der beiden Grossbanken nicht nachrechnen.
- 5 Diesen Weg beschreitet beispielsweise die UBS mit ihrem Antrag einer vorbehaltenen Kapitalerhöhung auf die kommenden Generalversammlung von Mitte April 2010.
- 6 Die UBS begründet allerdings die für die kommende Generalversammlung geplante bedingte Kapitalerhöhung genau mit zu erwartenden Verschärfungen der Eigenkapitalregulierung.
- 7 Bezeichnend ist in der Literatur, dass eine klare Definition für Banken oft nicht gelingt. Im Wesentlichen kann man Banken oder eben bankähnliche Institute solche nennen, welche eine Fristentransformation zwischen langfristigen Ausleihungen gegen kurzfristige Einlagen vornehmen. Es ist klar, dass bei einer solchen Definition auch andere Institutionen wie Banken funktionieren.
- 8 In diesem Kontext ist auch das Bill Gates zugeschriebene Diktum verstehen: «Banking is necessary, but banks are not».
- 9 Es muss immer wieder daran erinnert werden, dass der Bankensektor zu jenen Wirtschaftssektoren zählt, welche am intensivsten reguliert werden.
- 10 Der Sektor FIRE umfasst die Finanzintermediäre im engeren Sinn (Banken), die Versicherungswirtschaft, Immobilienvermittlung sowie F&E und ist unter der NOGA-Klassifikation A5 zusammengefasst. Die einzelnen Untersektoren sind unter NOGA 65 (Finanzintermediäre), NOGA 66 (Pensionskassen und Versicherungen) sowie NOGA 70-74 (Immobilien, Informatik, F&E) zusammengefasst.
- 11 Eine neuere Studie von ALLENSPACH (2010) rückt diesen Zusammenhang in ein interessantes Licht: Es scheint so zu sein, dass eine Rezession der Bankbranche das BIP nur 1-zu-1 beeinflusst, aber darüber hinaus kein «Multiplikator» existiert.
- 12 Am 22. September 2008 deklarierten sich recht überraschend Goldman Sachs und Morgan Stanley zu normalen Geschäftsbanken.
- 13 Zu den Hintergründen zur ersten Phase der Finanzmarktkrise siehe beispielsweise ACHARYA und RICHARDSON (2009), BAILY et al. (2009), IMF (2008), GORTEN (2008a und 2008b) oder BODMER und BORNER (2010).
- 14 Zu den Details bezüglich der bei der UBS angefallenen Verluste siehe UBS (2008).
- 15 Es ist wichtig zu sehen, dass die Schrumpfung einzelner Geschäftsfelder stets relativ zu verstehen ist. In absoluten Zahlen fand oft keine Schrumpfung statt, im Gegenteil erfolgte häufig sogar eine Zunahme.
- 16 ACHARYA und RICHARDSON (2009) zeigen für die USA, dass dank der Ausserbilanzgeschäfte die Eigenkapitalunterlegung um bis zu einem Faktor 5 tiefer gehalten werden konnte.
- 17 Wenn im Folgenden vom ROE die Rede ist, dann beziehen sich die Angaben immer auf Werte vor Steuern. Der ROE wurde aufgrund der SNB-Statistiken ermittelt und bezieht sich auf die Bankengruppen und nicht auf einzelne Finanzintermediäre.

- 18 Es ist wichtig darauf hinzuweisen, dass die Volatilität als einfaches Risikomass hier stets ex post ermittelt wurde. Für das Eingehen von Risiken, sind aber ex post Masse nur bedingt tauglich, viel wichtiger ist, wie sich die Risikosituation ex ante präsentiert.
- 19 In der Berechnung des mittleren ROE und dessen Standardabweichung ab 1995 wurde das Jahr 2008 weggelassen. Der im 2008 realisierte Tail-risk führte dazu, dass der ROE auf fast -60 Prozent fiel. Unter Berücksichtigung des Jahres 2008 beträgt die mittlere Eigenkapitalrendite zwischen 1995 und 2008 nur noch 5.6 Prozent und die Standardabweichung steigt auf knapp 20 Prozent. Der erwartete Schwankungsbereich des ROE, in welchem 95 Prozent aller Realisierungen liegen, vergrößert sich auf ein Intervall zwischen -35 und +46 Prozent!
- 20 Die prozentuale Veränderung ist hier in geometrischer Form wiedergegeben.
- 21 Inwieweit der Rückgang des Zinsniveaus auf eine effizientere Geldpolitik zurückzuführen ist, wird in der Wissenschaft immer noch debattiert. Tatsächlich sind viele Zentralbanken zu einem Inflation Targeting übergegangen und verfolgen Preisstabilität als oberste Priorität. Parallel dazu, und daher kaum isolierbar, erfolgte mit der Integration der BRIC-Staaten, der Emerging Markets und der Transformationsländer durch die Globalisierung eine erhebliche Marktausweitung, was insgesamt eher disinflationäre Wirkungen entfaltet.
- 22 Dabei ging es eben nicht allein um konjunkturelle Probleme, sondern um Verwerfungen an den Geld- und Kapitalmärkten.
- 23 In der Schweiz kann argumentiert werden, dass viele kleinere Banken seit Beginn der 1990er Jahre wenn nicht von einer Staatsgarantie profitierten so doch von einer Gewähr, dass sie im Schadensfall durch eine der Grossbanken «gerettet» beziehungsweise übernommen würden. Dies weil die Grossbanken im Falle von Konkursen von kleinen Banken um die Reputation des Finanzplatzes fürchten mussten. Deutlich wurde dies etwa beim Konkurs der Spar- und Leihkasse Thun, der medial weit über die Schweiz hinaus gestrahlt hat.
- 24 Dazu gehört auch der Bailout zahlreicher US-Banken, prominent vor allem die Rettung von LTCM.
- 25 Der SBV übernimmt 1994 Brinson Partners Inc sowie S.G. Warburg Plc., 1996 wird Marcel Ospel Präsident der Konzernleitung des SBV, 1997 Übernahme von Dillon Reed und Fusion SBV mit SBG.
- 26 Die Eigenkapitalrendite ist linear vom Leverage abhängig: $REK = RGK + (RGK - RFK) (FK/EK)$, mit R als Rendite, EK = Eigenkapital, FK = Fremdkapital und GK = Gesamtkapital.
- 27 Siehe auch ENNIS et al. (2005), MORGAN et al. (2005), MISHKIN (2006), KAUFMAN (2003).
- 28 Siehe BUNDESRAT (2002b).
- 29 Dies hat denn auch in der Finanzmarktkrise in vielen Ländern zu Problemen geführt, weil die systemische Relevanz gewisser Finanzintermediäre von der Institutsaufsicht zu wenig gewürdigt und umgekehrt der Zustand der einzelnen Finanzintermediäre von den für die Systemstabilität zuständigen Behörden zu wenig beachtet wurde. Systemrelevante Finanzintermediäre lagen somit gleichsam im «toten Winkel» der beiden Behörden. In der Schweiz wurde dieses Problem insofern frühzeitig schon entschärft, als die FINMA und die SNB bereits vor Ausbruch der Finanzmarktkrise im Sommer 2007 ein Zusammenarbeits-Agreement unterzeichnet haben, welches die jeweiligen Zuständigkeiten regelt.
- 30 Siehe BUNDESRAT (2008).

- 31 Siehe BLATTNER (2004), auf dem dieser Abschnitt basiert.
- 32 Siehe auch TARASHEV et al. (2009).
- 33 Bezüglich Versicherungen ist etwa AIG zu erwähnen. Allerdings ist zu bemerken, dass sich AIG weniger wie eine Versicherung gebärdete als vielmehr wie eine Bank.
- 34 Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass trotz Staatsgarantie für die Kantonalbanken einzelne davon «too big to save» sein könnten. Siehe etwa MEISTER (2009).
- 35 «When size creates externalities, do what you would do with any negative externality: tax it» (BUIITER 2009b). Obwohl dies grundsätzlich richtig ist, stellt sich wie immer bei einer Pigou-Steuer das Problem der «richtigen» Bemessung der Steuer.
- 36 Die beiden folgenden Abschnitte basieren wesentlich auf dem Financial Stability Report der SNB (siehe SNB 2009).
- 37 Von Regulierungsarbitrage spricht man dann, wenn Geschäftstätigkeiten von einem Bereich intensiverer Regulierung in einen Bereich geringerer Regulierungsintensität verlagert werden und so die Regulierung umgangen wird.
- 38 Siehe SQUAM LAKE WORKING GROUP ON FINANCIAL REGULATION (2009).
- 39 Gemäss OECD (2009) hat die UBS bis Ende 2008 kumuliert 182 Prozent ihres Tier 1 Kapitals verloren.
- 40 Ein wesentlicher Unterschied zwischen einer Steuer und einer Erhöhung der Eigenmittelanforderungen besteht allein darin, dass im ersten Fall der Steuerertrag an den Staat abgeführt wird, während im zweiten Fall das Kapital im System verbleibt.
- 41 Siehe dazu die Literatur in BIRCHLER et al. (2003), der vor allem auf BEBCHUK (1988) und (1992) verweist.
- 42 Diese Problem ist aus der ökonomischen Literatur unter den Stichworten «time consistency», «rules rather than discretion», credibility usw. bestens bekannt. Siehe etwa exemplarisch dafür KYDLAND et al. (1977).
- 43 Dabei könnte man sich beispielsweise an das Verfahren des FDIC und den Prinzipien des «Prompt Corrective Action» anlehnen.
- 44 Namentlich darüber, ob die UBS solvent war.
- 45 Damit wird in keinem Fall in Abrede gestellt, dass die Intervention nicht notwendig und zweckmässig war. Wie notwendig sie war, zeigt sich etwa daran, dass bereits beide Puffer, die Eigenkapitaleinlage der UBS und die Option auf UBS-Aktien aufgebraucht sind, obschon die StabFund-Aktiven nicht zu aktuellen Marktwerten, sondern zu Anschaffungskosten bilanziert werden. Es geht bei der Argumentation allein darum, ein künftiges Regime zu skizzieren.
- 46 Es ist auch gut möglich, dass die BIS als Verfechterin von Mindestkapitalvorschriften und Liquiditätsanforderungen den alternativen Ansatz eines Insolvenzverfahrens als Konkurrenzierung ihrer Anstrengungen im Basler-Prozess sieht und daher diesem alternativen Ansatz eher skeptisch gegenüber eingestellt ist.

Avenir Suisse (Mission Statement)

Als unabhängiger Think Tank engagiert sich Avenir Suisse für die gesellschafts- und wirtschaftspolitische Entwicklung der Schweiz. Avenir Suisse vertritt eine marktwirtschaftliche Position und orientiert sich an einem liberalen Welt- und Gesellschaftsbild. Avenir Suisse bezieht weder für noch gegen eine politische Partei Stellung. Avenir Suisse ist offen gegenüber allen Kräften, die Zukunftsfragen konstruktiv mitgestalten.