



Wer zahlt die Rechnung?

Europas neues Bail-in-Regime und die Auswirkungen auf die Bankenrefinanzierung

3. Juni 2016

Autor

Matthias Mikosek
+49 69 910-31880
matthias-a.mikosek@db.com

Editor

Jan Schildbach

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

Original in Englisch: 29. April 2016

Während der Finanzkrise musste eine Vielzahl von Banken durch den Staat gerettet werden, um einen Zusammenbruch der Finanzmärkte zu verhindern. Ein rechtlicher Rahmen für eine effiziente und schnelle Bankenabwicklung, die keine erheblichen Ansteckungseffekte innerhalb des Finanzsektors verursachte, fehlte. Um künftig das Geld der Steuerzahler zu schützen, wurden in den vergangenen Jahren nicht nur die Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen erheblich verschärft, sondern auch Abwicklungsregeln für Banken geschaffen.

Eines der Abwicklungsinstrumente ist der mögliche Bail-in von Schuldtiteln. Dieser soll dafür sorgen, dass sich Investoren wieder darüber bewusst sind, dass höhere Renditen mit höheren (Ausfall-)Risiken einhergehen, und dazu beitragen, Marktdisziplin wieder herzustellen. Banken sollen sich künftig nicht mehr auf implizite staatliche Garantien verlassen können. Infolgedessen dürften die Refinanzierungskosten der Banken steigen. Gleichzeitig müssen jedoch die Abwicklungspläne auch die Verflechtungen innerhalb der Branche und die wesentliche Rolle der Banken bei der Unterstützung der Realwirtschaft berücksichtigen. Sie müssen daher sehr detailliert und institutsspezifisch sein.

Derzeit werden zwei Bail-in-Konzepte diskutiert: „Total Loss Absorbing Capacity“ (TLAC) und „Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities“ (MREL). Auch wenn sie ein gemeinsames Ziel verfolgen, unterscheiden sie sich in ihrem Anwendungsbereich und ihren Einzelheiten. Die Aufsichtsbehörden sollten daher beide Konzepte aus Gründen der Effizienz aneinander angleichen.

Eine erfolgreiche Anwendung von Abwicklungsverfahren setzt voraus, dass die Finanzmärkte den Abwicklungsrahmen als glaubwürdig wahrnehmen. Die Reaktion der Märkte zeigt genau das: Die Credit Default Swap (CDS)-Spreads für Staaten haben sich von den CDS-Spreads für Banken deutlich abgekoppelt. Ebenso gehen Ratingagenturen künftig in der Regel nicht mehr von Staatshilfen für in Schieflage geratene europäische Banken aus.

Mit dem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus („Single Resolution Mechanism“) wurde im Euroraum eine neue Institution für die Abwicklung von Banken geschaffen. Obgleich Kritiker argumentieren, dass der geplante Entscheidungsprozess zu träge sei, dürften andere Hindernisse relevanter sein.

Die Markttiefe für bail-in-fähige Schuldtitel sowie rechtliche Klarheit sind die wichtigsten Themen für Banken und ihre Investoren, da die Banken innerhalb eines begrenzten Zeitraums ein großes Volumen an anrechenbaren Papieren emittieren müssen. (Andere) Banken daran zu hindern, diese Verbindlichkeiten zu halten, wie es derzeit diskutiert wird, würde den Investorenkreis erheblich einschränken. Ebenso kann die auf nationaler Ebene unterschiedliche Implementierung der EU-Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (BRRD) in Bezug auf die Bail-in-Hierarchien die Unsicherheit verstärken und daher die Investorennachfrage verringern. Zusätzlich zum generellen Anstieg des Risikogehalts von Bankschuldtiteln können sich diese beiden Effekte ebenfalls negativ auf die Refinanzierungskosten der Banken auswirken.



Einleitung

Seit der globalen Finanzkrise von 2007 bis 2009 hat die globale Bankenbranche eine Vielzahl von aufsichtsrechtlichen Reformen erlebt. Mit den Basel III-Maßnahmen erhöhten sich die Eigenkapital-, Liquiditäts- und Transparenz-anforderungen. Im Euroraum wurde ein vollständig neuer institutioneller Rahmen mit einer gemeinsamen Aufsichtsbehörde geschaffen, um eine einheitliche Aufsichtspraxis sicherzustellen. Zudem werden in Kürze weitere, häufig Basel IV genannte, Maßnahmen implementiert, die die derzeitigen aufsichtsrechtlichen Kapitalvorschriften sehr wahrscheinlich noch verschärfen werden.

Die übergreifenden Ziele von Politikern, Aufsichtsbehörden und Regulierern bestehen darin, die Bankenbranche gegenüber möglichen Schocks widerstandsfähiger zu machen, Sparer und ihre Einlagen zu schützen, den europäischen Binnenmarkt vor einer Fragmentierung zu bewahren und die Verflechtung zwischen Staaten und Banken, d. h. die in der jüngsten Krise beobachteten starken Rückkoppelungseffekte zwischen den beiden Sektoren, zu durchbrechen.

Bail-in-Abfolge gemäß BRRD

1

Im Falle einer Abwicklung müssen die folgenden Instrumente in dieser Reihenfolge für den Bail-in herangezogen werden:

- Hartes Kernkapital
- Zusätzliches Kernkapital
- Ergänzungskapital
- Nachrangige Verbindlichkeiten
- Sonstige anrechenbare Instrumente, wie vorrangige unbesicherte Schuldtitel oder Einlagen, die nicht durch ein Einlagen-sicherungssystem gedeckt sind

Verbindlichkeiten, die von einem Bail-in ausgeschlossen sind:

- Gedeckte Einlagen
- Besicherte Verbindlichkeiten
- Interbankengeschäfte mit einer anfänglichen Laufzeit von weniger als sieben Tagen
- Verbindlichkeiten aus einer treuhänderischen Geschäftsbeziehung mit einem Kunden
- Verbindlichkeiten gegenüber Mitarbeitern, Steuer- und Sozialversicherungsbehörden sowie Gläubigern, die für das tägliche Funktionieren des Bankgeschäfts unerlässlich sind

Quelle: Europäische Kommission

Um das letztgenannte Problem zu adressieren, muss eine weitere große Regulierungsinitiative genannt werden: die Schaffung eines Rahmenwerks für die Abwicklung insbesondere großer und international agierender Banken. Im Jahr 2011 legte das Financial Stability Board (FSB) die Kernelemente eines effektiven Abwicklungsregimes für Finanzinstitute („Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions“) fest, um sicherzustellen, dass eine Bank abgewickelt werden kann, ohne die Volkswirtschaft einem systemischen Schock auszusetzen und ohne Staatshilfen in Anspruch nehmen zu müssen.

In der Europäischen Union wurde dies mit der Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten („Bank Recovery and Resolution Directive“, BRRD) weitestgehend in europäisches Recht umgesetzt. Ziel der BRRD ist es, Mindestverfahren für die Abwicklung von Finanzinstituten auf nationaler Ebene in allen EU-Mitgliedsstaaten einzuführen und zu harmonisieren. In der BRRD sind also die Regeln für die konkrete Abwicklung festgelegt. Zudem trat zum 1. Januar 2016 der Einheitliche Abwicklungsmechanismus („Single Resolution Mechanism“, SRM) samt dem Einheitlichen Abwicklungsausschuss („Single Resolution Board“, SRB) und dem Einheitlichen Abwicklungsfonds („Single Resolution Fund“, SRF) vollumfänglich in Kraft, die für die Abwicklung von Banken im Euroraum zuständig sind.¹

Künftig wird jede Bank einen individuellen Abwicklungsplan oder „Living Will“ vorhalten. Eines der darin vorgesehenen Instrumente, welches die europäischen Abwicklungsbehörden nutzen können, ist der Bail-in. Hiermit sollen nicht nur Aktionäre, sondern auch nachrangige Gläubiger sowie Inhaber von vorrangigen unbesicherten Schuldtiteln einen Großteil der Abwicklungskosten tragen, da diese Verbindlichkeiten entweder abgeschrieben oder in Eigenkapital umgewandelt werden können. Ziel der Abwicklungsbehörden ist es, so wenige öffentliche Gelder wie möglich einzusetzen, auch wenn dies nach wie vor unter bestimmten Umständen eine Option sein kann.² Mit anderen Worten: Banken,

¹ Im SRM ist das SRB für die Abwicklung von Banken, die der direkten Aufsicht des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism) unterstellt sind, und weiteren grenzüberschreitend tätigen Finanzinstituten verantwortlich. Die nationalen Abwicklungsbehörden sind für alle anderen Banken zuständig, agieren jedoch im Rechtsrahmen des SRM.

² Artikel 56 (3) BRRD: „Staatliche Stabilisierungsinstrumente kommen unter Wahrung der Finanzstabilität und nach Maßgabe des zuständigen Ministeriums oder der Regierung nach Anhörung der Abwicklungsbehörde als letztes Mittel zum Einsatz, nachdem die übrigen Abwicklungsinstrumente so umfassend wie möglich erwogen und eingesetzt wurden.“



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

die in eine finanzielle Schieflage geraten sind, sollen künftig nicht mehr vom Staat gerettet werden können.

Der mögliche Bail-in von Schuldtiteln dürfte eine wesentliche Kursänderung bei der Behandlung von gefährdeten Banken darstellen, aber ist dieses Bail-in-Rahmenwerk de facto auch glaubwürdig und in der Folge anwendbar? Um diese Frage zu klären, werden in der folgenden Analyse die Reaktionen der Finanzmärkte nach Einführung des Bail-in-Mechanismus erläutert. Darüber hinaus werden die Ausgestaltung des institutionellen Rahmens, die Frage, wer der optimale Investor für bail-in-fähige Schuldtitel ist, und die Auswirkungen auf die Refinanzierungskosten der Banken beleuchtet.

Notwendigkeit des Bail-ins

In der Theorie hängt bei einer Investition in einen Vermögenswert die Rendite vom zugrunde liegenden Risiko ab: Je höher das Risiko (in puncto Volatilität und Ausfallwahrscheinlichkeit), umso höher die potenzielle Rendite. Während der Finanzkrise schien jedoch dieses elementare ökonomische Prinzip für einige in Schwierigkeiten geratene Banken oder deren Investoren nicht zu gelten.

Bislang konnten Entscheidungsträger in den meisten Volkswirtschaften mit Blick auf notleidende Banken nur zwischen zwei Optionen wählen: diese Banken in die Insolvenz gehen zu lassen oder sie mithilfe von staatlichen Geldern zu retten. Die erste Option brachte insbesondere während, aber auch nach der Finanzkrise große Unsicherheit hinsichtlich der damit verbundenen Konsequenzen mit sich, bedingt durch die starken Verflechtungen und die fehlende Transparenz im globalen Bankensystem. Die aus einer Bankeninsolvenz resultierenden Kosten waren daher schwer vorherzusagen: Man wusste zu wenig über Ansteckungseffekte auf andere Finanzinstitute, und die negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft schienen entweder unkalkulierbar oder zu schwerwiegend.

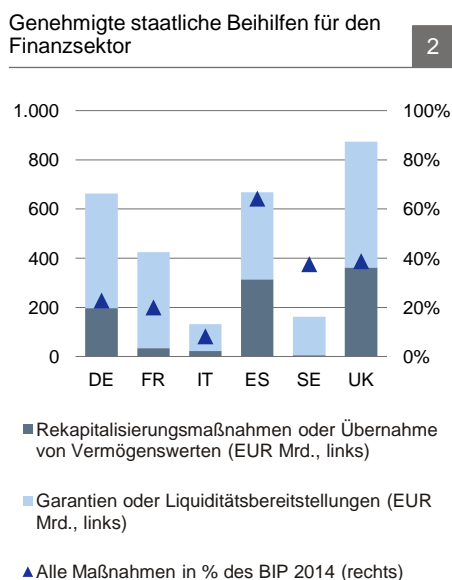
Um einen Teufelskreis zu vermeiden, der die gesamte Volkswirtschaft in Mitleidenschaft gezogen hätte, entschieden sich die politischen Entscheidungsträger daher in der Regel für die zweite Möglichkeit, obgleich dies häufig auch mit enormen Kosten verbunden war. Diese waren jedoch zumindest teilweise bekannt (siehe Grafik 2).³ Eine dritte Option – die Möglichkeit zur geordneten Abwicklung – existierte im Großen und Ganzen nicht.

Vor der Finanzkrise gab es in Europa keine Abwicklungsbehörde. Im Gegensatz dazu ist in den USA die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) bereits seit Langem eine erfahrene Abwicklungsbehörde. Die FDIC hat während der Finanzkrise erfolgreich Hunderte Banken geschlossen. Ihre Abwicklungsbefugnis war allerdings auf kleinere Banken (Einlageninstitute / „depository institutions“) beschränkt. Dagegen war die Abwicklung großer, global tätiger Banken bisher weder in Europa noch in den USA möglich.

Den an den Finanzmärkten sonst üblichen Zusammenhang von Risiko und Rendite gab es somit für viele Fremd- und Eigenkapitalgeber der Banken nicht, da sie die Kosten eines Ausfalls nicht tragen mussten.

Die Politik hat versucht, dies mit der neuen Abwicklungsgesetzgebung zu ändern. Im Rahmen dessen verfolgt der Bail-in-Mechanismus drei Ziele:

Erstens sollen zukünftig die Investoren der Banken und nicht die breite Öffentlichkeit die Kosten des Scheiterns von Banken tragen. Die Kosten



Enthält alle Maßnahmen von 2008 bis Sep. 2014

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, Deutsche Bank Research

³ Zwischen 2008 und September 2014 genehmigten die EU-Mitgliedstaaten für die Finanzbranche Rekapitalisierungsmaßnahmen in Höhe von EUR 821 Mrd. und Garantien von EUR 3.893 Mrd. Zusammengenommen entsprach dies einem Drittel des 2014 in der EU erzielten Bruttoinlandsprodukts.



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

verschwinden demnach nicht, sondern werden anders verteilt. Da nun jedoch ein kleinerer Personenkreis die Kosten tragen muss, ist der jeweilige individuelle Beitrag wesentlich höher als im Falle von steuerfinanzierten Rettungsmaßnahmen. Dies setzt für Anleger den Anreiz, die Unternehmen, in die sie investieren, genauer zu beobachten. Hierzu verlangt es natürlich nach professionellen Investoren oder, im Falle von Privatanlegern, besonders hohen Standards für die Anlageberatung der Banken und Vermögensverwalter, wenn sie diese Produkte vertreiben.

Zweitens sollen sich Banken nicht mehr auf implizite staatliche Garantien verlassen können. Kritiker behaupten häufig, dass systemrelevante Institute und ihre Investoren im Falle einer möglichen Insolvenz mit einem Bail-out rechnen können, da für diese Banken das „too big to fail“⁴-Prinzip gilt. Entsprechend hätten beide Parteien einen Anreiz, entweder mehr Risiken in ihre Bücher zu nehmen oder ihre Investitionen weniger strikt zu kontrollieren, da sie davon ausgingen, in einem Notfall ihre Verluste durch staatliche Gelder decken zu können. Darüber hinaus hat dies auch geringere Refinanzierungskosten für diese Banken zur Folge. Natürlich gilt dieses Argument nur unter der Annahme, dass höhere Risiken voraussichtlich auch mit höheren Gewinnen einhergehen.

Drittens sollen die Ansteckungseffekte auf andere Finanzinstitute oder den breiteren Markt eingeschränkt werden. Anhand eines Bail-ins kann eine rasche Rekapitalisierung möglich sein, da bail-in-fähiges Fremdkapital einer ex ante festgelegten Rangordnung unterliegt. Schwerwiegendere Konsequenzen, wie die sofortige Schließung von Instituten oder Notverkäufe von Vermögenswerten, sollten daher nicht notwendig werden.

Insgesamt soll das Bail-in-Instrument wieder echte Marktdisziplin in der europäischen Bankenbranche herstellen und mit der Idee einer „Privatisierung von Gewinnen und Vergemeinschaftung von Verlusten“ („free market in life, nationalised in death“⁵) bei Banken in finanzieller Notlage aufräumen.

⁴ In der Fachliteratur werden auch andere Begriffe verwendet, wie „too important to fail“ oder „too systemic to fail“, um die Wichtigkeit von Verflechtungen in der Bankenbranche sowie die potenzielle Komplexität einer Abwicklung zu unterstreichen und um zu vermeiden, dass nur die Größe der Bilanzsumme betrachtet wird.

⁵ Raaflaub, P. und Branson, M.: Putting Capitalism Back Into Banking, Wall Street Journal (Online-Ausgabe), 2013.



TLAC und MREL – gleich und dennoch verschieden

Die derzeitige Diskussion über den Bail-in von Bankschuldtiteln konzentriert sich auf zwei unterschiedliche Konzepte – „Total Loss Absorbing Capacity“ (TLAC) und „Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities“ (MREL). Auch wenn beide Vorgaben dasselbe übergreifende Ziel verfolgen, unterscheiden sie sich aufgrund ihres Anwendungsbereichs und ihrer Einzelheiten doch voneinander (siehe Abbildung 3).

Vergleich der MREL- und TLAC-Anforderungen

3

| | MREL | TLAC |
|-----------------------------------|---|---|
| Ziel | – Beide Anforderungen sollen sicherstellen, dass für den Fall der Insolvenz einer Bank hinreichend Verbindlichkeiten vorhanden sind, die Verluste tragen können, um die kritischen Funktionen einer Bank aufrecht zu erhalten, ohne staatliche Mittel in Anspruch nehmen zu müssen. | |
| Anwendungsbereich | – Alle Banken in der Europäischen Union | – Global systemrelevante Banken („G-SIBs“) |
| Anforderungen und Zeitplan | <ul style="list-style-type: none"> – MREL wird für jede Bank individuell durch die Abwicklungsbehörde festgelegt. – Für große Banken könnten die MREL-Anforderungen mindestens 8% der gesamten Verbindlichkeiten und Eigenmittel entsprechen. – MREL kann bereits seit Anfang 2016 durch das SRB festgesetzt werden. Das SRB plant, MREL in Q3/Q4 2016 für alle großen Banken in der Bankenunion festzulegen. – Die Abwicklungsbehörden können Banken eine Übergangszeit einräumen, um die MREL-Anforderungen vollumfänglich zu erfüllen. Diese soll jedoch „so kurz wie möglich“ sein. | <ul style="list-style-type: none"> – TLAC ist ein allgemeiner Mindeststandard für alle relevanten Banken. – Ab 1. Januar 2019: mindestens 16% der RWA und mindestens 6% des Nenners der Leverage Ratio gemäß Basel III. – Ab 1. Januar 2022: mindestens 18% der RWA und mindestens 6,75% des Nenners der Leverage Ratio gemäß Basel III. – G-SIBs aus den Schwellenländern müssen bis spätestens 1. Januar 2025 die Anforderung von 16% der RWA und 6% des Nenners der Leverage Ratio und bis 1. Januar 2028 die Anforderung von 18% der RWA und 6,75% des Nenners der Leverage Ratio erfüllen. |

Quellen: Europäische Kommission, FSB, SRB, Deutsche Bank Research

Ungeachtet der Unterschiede zwischen MREL und TLAC wollen europäische Abwicklungsbehörden MREL für europäische global systemrelevante Banken („G-SIBs“) im Einklang mit den TLAC-Regeln implementieren.⁶ In der Tat wäre es nicht sinnvoll, kostspielig und ineffizient, wenn europäische G-SIBs zwei unterschiedliche Anforderungen erfüllen müssten, die dasselbe Ziel haben. Daher sollte die vollständige Harmonisierung beider Konzepte zumindest für die betroffenen Institute in Betracht gezogen werden.

Natürlich gibt es immer einen Zielkonflikt zwischen einem allgemeinen Mindeststandard und einer institutsspezifischen Anforderung. Die Einzelfallentscheidungen zu MREL, die ein Kernelement der Abwicklungsplanung darstellen, werden die Vergleichbarkeit zwischen unterschiedlichen Banken voraussichtlich ver-

⁶ SRB, „second industry dialogue meeting“, 12. Januar 2016.



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

ringern und könnten die vollständige Harmonisierung der Aufsichtsvorschriften in Europa in Frage stellen.

In Anbetracht der enormen Unterschiede zwischen einzelnen Finanzinstituten ist es jedoch wahrscheinlich noch wichtiger, dass bei MREL bankspezifische Charakteristika berücksichtigt werden. Dies dürfte auch das primäre Ziel in der Abwicklungsplanung sein.

Bail-in: Placebo oder wirksame Medizin?

Die Finanzkrise von 2007 bis 2009 sowie die Staatsschuldenkrise in Europa zeigten zuletzt die engen Verflechtungen zwischen Staaten und Banken in einigen Ländern auf. Die Abhängigkeit zwischen dem Länder- und dem Bankenrisiko kann dabei in beide Richtungen wirken:

Zum einen kann ein risikoreicher Bankensektor zu einem höheren Länderrisiko führen (d.h. einem höheren Risiko für den Staat), weil die Wahrscheinlichkeit einer kostspieligen Rettung von in Schwierigkeiten geratenen Banken durch den Staat steigt.⁷

Zum anderen stellen für die Banken Verluste aus Forderungen gegenüber dem Staat – beispielsweise aufgrund einer Staatsinsolvenz – ein direktes (und häufig substanzielles) Risiko dar, insbesondere da diese Forderungen meistens vor allem gegenüber dem heimischen Staat bestehen. Darüber hinaus hat eine Staatsinsolvenz meist schwerwiegende Folgen für die einheimische Wirtschaft, in der die Banken in der Regel ebenfalls in hohem Umfang engagiert sind und daher unter einer Schwächung der Unternehmen und privaten Haushalte leiden. Selbst in einem weniger kritischen Szenario kann ein in Zahlungsschwierigkeiten steckender Staat zumindest einen Anstieg der Refinanzierungskosten von Banken zur Folge haben.⁸

Um die Markteinschätzung in Bezug auf das genaue Verhältnis zwischen diesen beiden Risiken in Europa zu analysieren, konzentriert sich der folgende Abschnitt auf zwei Aspekte: die Entwicklung der CDS-Spreads sowie das Urteil der Ratingagenturen.

CDS-Spreads von Staaten und Banken

CDS-Spreads können als Indikator dafür dienen, wie Marktteilnehmer, insbesondere Großinvestoren, die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Emittenten bewerten. Ein höherer Spread weist im Allgemeinen auf eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit des zugrunde liegenden Schuldners, d.h. eines Staats oder Unternehmens, hin.

Für unsere Analyse haben wir 20 Großbanken in sechs wichtigen europäischen Volkswirtschaften ausgewählt. Zunächst untersuchen wir, inwiefern das Länderrisiko und das Risiko des dazugehörigen Bankensektors nach der Finanzkrise miteinander verknüpft waren. Hierzu betrachten wir das Verhältnis der durchschnittlichen Banken-CDS-Spreads gegenüber den CDS-Spreads des Staats für jedes einzelne Land.

Im zweiten Schritt untersuchen wir, ob eine eventuelle enge Verbindung zwischen den beiden durch den neuen europäischen Abwicklungsrahmen aufgebrochen wurde. Bewertet der Markt die Abwicklungsmöglichkeit als

⁷ Stefan Gerlach, Alexander Schulz und Guntram B. Wolff: „Banking and Sovereign Risk in the Eurozone“, CEPR Discussion Paper 7833, 2010.

⁸ Committee on the Global Financial System: „The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions“, CGFS Papers No 43, BIS, 2011.



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

glaubwürdig, sollte die Kennzahl anfänglich niedriger gewesen und nach der Einführung der Abwicklungsregeln Anfang 2015 deutlich höher geworden sein. Bislang wurden mit der Abwicklung von Banken keine Erfahrungen gesammelt, da unter der BRRD seit ihrem Inkrafttreten bis dato keine Bank abgewickelt wurde.

Die folgenden Grafiken zeigen die Entwicklung der CDS-Spreads für die Staaten und den Durchschnitt der Banken in den sechs ausgewählten Ländern von 2009 bis April 2016:

Deutschland 4

CDS-Spreads in Basispunkten



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Frankreich 5

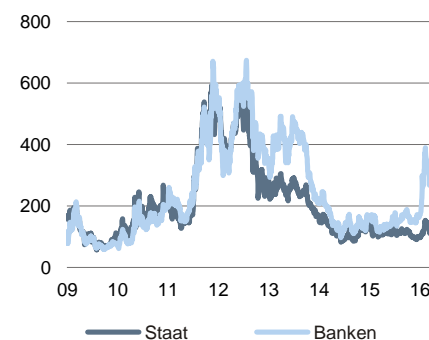
CDS-Spreads in Basispunkten



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Italien 6

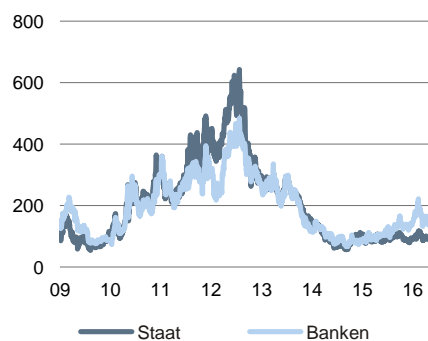
CDS-Spreads in Basispunkten



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Spanien 7

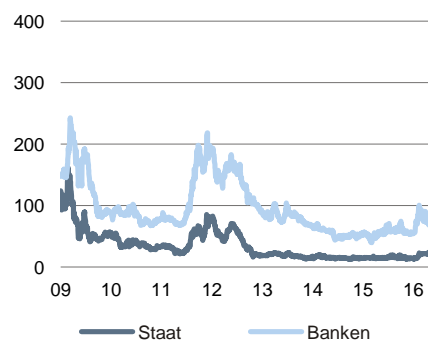
CDS-Spreads in Basispunkten



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Schweden 8

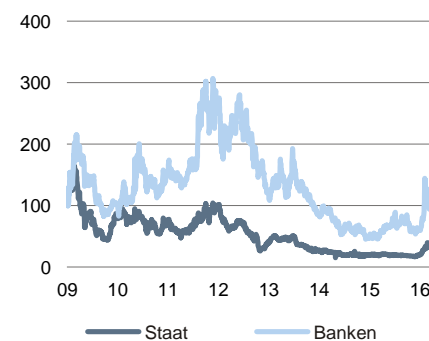
CDS-Spreads in Basispunkten



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Großbritannien 9

CDS-Spreads in Basispunkten



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Während des gesamten Zeitraums bewerteten CDS-Investoren das Länderrisiko in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Schweden erheblich niedriger als das entsprechende Risiko des Bankensektors. In Italien und Spanien hingegen waren die Risikoprämien für den Staat und die Banken über eine lange Zeit hinweg nahezu identisch, begannen jedoch Anfang 2015 voneinander abzuweichen.

Während der Staatsschuldenkrise in Europa stiegen die CDS-Spreads sowohl für Banken als auch Staaten sprunghaft an und erreichten schließlich Ende 2011/Anfang 2012 ihren Höchststand. Dies signalisierte die Skepsis der Anleger hinsichtlich der Solvenz der EWU-Peripherieländer, zum Teil auch aufgrund der Schwäche des einheimischen Bankensektors. Gleichzeitig jedoch hielten die Banken in den betroffenen Ländern einen hohen Bestand an inländischen Staatsschuldtiteln.⁹ Eine Staatsinsolvenz hätte damit auch erhebliche

⁹ Im Juni 2012 hielten spanische Banken 9,8% und italienische Banken 14,3% ihrer Aktiva in Form von Krediten und Anleihen des heimischen Staates.



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

Auswirkungen auf die Bilanzen der Banken gehabt, weshalb auch deren Zahlungsfähigkeit (zusätzlich) in Frage gestellt wurde.

Mit Mario Draghis Ankündigung, dass „die EZB alles Nötige tun wird, um den Euro zu erhalten“, fand der stetige Anstieg der CDS-Spreads ein Ende. Seither haben sie diese Höchststände nicht mehr überschritten, was zeigt, dass die Marktteilnehmer eine Staats- oder Bankinsolvenz als weniger wahrscheinlich einschätzen.

Infolge dieser Marktentwicklungen verstärkten die Politiker der Europäischen Union ihre Bemühungen um die Schaffung eines Abwicklungsregimes. Am 27. Juni 2013 einigten sich die EU-Finanzminister auf die Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (BRRD). Am 10. Juli 2013 schlug die Europäische Kommission die Gründung eines Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (SRM) vor. Schließlich verabschiedete das Europäische Parlament am 15. April 2014 die BRRD (wirksam ab 1. Januar 2015) und den SRM (wirksam ab 1. Januar 2016).

Um den möglichen Effekt des neu geschaffenen europäischen Abwicklungsregimes auf die CDS-Spreads zu analysieren, haben wir unseren Datensatz in zwei Zeiträume unterteilt: Der erste startet mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 und endet zum Jahresende 2014. Der zweite beginnt mit der Umsetzung der BRRD in nationales Recht in den EU-Mitgliedstaaten am 1. Januar 2015.

Abbildung 10 fasst die Entwicklung des Verhältnisses der durchschnittlichen CDS-Spreads für Banken gegenüber dem CDS-Spread des jeweiligen Staates zusammen.

Verhältnis der durchschnittlichen CDS-Spreads für Banken und Staaten

10

| Land | Insolvenz von Lehman Brothers bis Jahresende 2014 | 2015 bis April 2016 |
|----------------|---|---------------------|
| Deutschland | 3,51 | 6,07 |
| Frankreich | 1,90 | 2,30 |
| Italien | 1,13 | 1,56 |
| Spanien | 1,06 | 1,33 |
| Schweden | 3,09 | 3,84 |
| Großbritannien | 2,70 | 3,30 |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Unsere Ergebnisse zeigen, dass dieses Verhältnis in Deutschland, Großbritannien und Schweden anfänglich relativ hoch war. Die Märkte nahmen an, dass diese Länder mit in Schwierigkeiten geratenen Banken besser umgehen können, ohne ihre eigene Solvenz zu gefährden. Im Gegensatz dazu wurde die Kreditwürdigkeit des Staates und die des Bankensektors in Italien und Spanien nahezu gleich bewertet.

Seit Anfang 2015 war in allen sechs Ländern ein signifikanter Anstieg des Verhältnisses zu verzeichnen. In Deutschland, das als Staat die stärkste Bonität besitzt und als der europäische Benchmark-Emittent gilt, stieg die Relation am deutlichsten an. Anleger unterscheiden nun jedoch auch stärker zwischen Banken- und Länderrisiken in allen anderen Ländern; die engste Verbindung ist dabei nach wie vor in Spanien und Italien festzustellen.

Der Entkopplungseffekt war zu Beginn dieses Jahres am offensichtlichsten: Während die CDS-Spreads für Banken aus zahlreichen Gründen, u.a. wegen Bedenken bezüglich des globalen Wirtschaftswachstums und der Geschäftsaussichten von Banken, deutlich stiegen, blieben die CDS-Spreads für Staaten nahezu unverändert. Dies steht in starkem Kontrast zu früheren Perioden.



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

Fitch Ratings – Support-Rating Skala

11

- 1 – Eine Bank, bei der eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit besteht, dass externe Unterstützung gewährt wird. Der potenzielle Geldgeber verfügt selbst über eine sehr gute Bonität und eine sehr hohe Bereitschaft, die betreffende Bank zu unterstützen.
- 2 – Eine Bank, bei der eine hohe Wahrscheinlichkeit besteht, dass externe Unterstützung gewährt wird. Der potenzielle Geldgeber verfügt selbst über eine gute Bonität und eine hohe Bereitschaft, die betreffende Bank zu unterstützen.
- 3 – Eine Bank, bei der eine mittlere Wahrscheinlichkeit besteht, dass Unterstützung gewährt wird, weil es Unsicherheiten im Hinblick auf die Fähigkeit oder Bereitschaft zur Unterstützung seitens des potenziellen Geldgebers gibt.
- 4 – Eine Bank, bei der eine geringe Wahrscheinlichkeit besteht, dass Unterstützung gewährt wird, weil es erhebliche Unsicherheiten im Hinblick auf die Fähigkeit oder Bereitschaft zur Unterstützung seitens eines potenziellen Geldgebers gibt.
- 5 – Eine Bank, bei der vielleicht externe Unterstützung gewährt werden kann. Dies lässt sich jedoch nicht verlässlich sagen und kann auf eine mangelnde Bereitschaft zur Unterstützung oder eine sehr schwache Finanzlage seitens des potenziellen Geldgebers zurückgeführt werden.

Quelle: Fitch Ratings

Support-Ratings (Median) vor und nach der Einführung der europäischen Abwicklungsregeln

12

| Bankenmarkt | Davor | Danach |
|----------------|-------|--------|
| Deutschland | 1 | 5 |
| Frankreich | 1 | 5 |
| Italien | 2 | 5 |
| Spanien | 2 | 5 |
| Schweden | 1 | 2 |
| Großbritannien | 1 | 5 |

Quellen: Fitch Ratings, Deutsche Bank Research

Da das Niveau der Staaten-CDS-Spreads zuletzt in absoluten Zahlen deutlich unter das der Banken-CDS-Spreads gesunken ist, ist nun auch klar, dass die Verflechtung oder Ansteckung zwischen den beiden Sektoren bis 2014 vor allem von den Banken auf die Staaten gewirkt haben dürfte: Die Märkte sahen (kostspielige) Bail-outs voraus und richteten daher die Risikoprämie eines Landes enger an dem entsprechenden Risiko der Bankenbranche aus.

Eine Voraussetzung für die erfolgreiche Anwendung eines Abwicklungsverfahrens ist natürlich, dass die Märkte den neuen Abwicklungsrahmen als glaubwürdig wahrnehmen. Anderenfalls könnte eine Abwicklung zu heftigen Turbulenzen an den Finanzmärkten führen, wenn die Kosten einer Insolvenz nicht korrekt eingeschätzt werden und Anleger weiter staatliche Rettungsmaßnahmen erwarten. Zumindest gemessen an den obigen Ergebnissen, dürfte die europäische Abwicklungsgesetzgebung also die Marktdisziplin erfolgreich wieder herstellen können.

Bonitätseinstufung der Ratingagenturen

Ein weiterer Indikator, der die Wahrscheinlichkeit widerspiegelt, dass im Falle einer finanziellen Notlage staatliche Rettungsmaßnahmen für eine Bank eingeleitet werden, ist die Beurteilung seitens der Ratingagenturen. Deren Urteil spiegelt eine individuelle – in der Regel jedoch weniger volatile – Auffassung über die Kreditwürdigkeit eines Emittenten wider, die auf Unternehmensdaten, dem allgemeinen Marktumfeld und dem vorliegenden Rechtsrahmen basiert.

Wenn die Abwicklungsregeln als glaubwürdig angesehen werden, sollten die Ratingagenturen ihre Erwartungen im Hinblick auf mögliche staatliche Interventionen im Bankensektor als Reaktion auf den neuen institutionellen Rahmen abgeschwächt haben.

Und in der Tat senkte die Ratingagentur Moody's kurz nach dem Beschluss über die BRRD im Mai 2014 ihren Ratingausblick für 82 europäische Banken auf negativ und behielt für 74 weitere Banken einen negativen Ausblick bei. Dies basierte auf der Annahme geringerer Staatshilfen für in finanzielle Schwierigkeiten geratene Banken.¹⁰

Darüber hinaus überprüfte die Ratingagentur ihre grundlegende Methodik zur Bonitätsermittlung von Bankschuldtiteln, um Investoren eine genauere Einschätzung des erwarteten Verlusts für jede Vermögensklasse geben zu können, für den Fall, dass Staatshilfen ausbleiben. Im Rahmen dessen bekräftigte Moody's ihre Auffassung, dass Staatshilfen für europäische Banken zunehmend unwahrscheinlich werden.¹¹ Alle von uns analysierten Banken sind von der revidierten Annahme über Staatshilfen betroffen, obgleich sich ihre generelle Bonitätseinstufung deswegen nicht unmittelbar änderte.

Eine weitere Ratingagentur, Fitch Ratings, verwendet Support-Ratings, die ihre Einschätzung wiedergeben, wie wahrscheinlich es ist, dass einem Finanzinstitut außerordentliche Unterstützung gewährt wird, um einen Ausfall seiner vorrangigen Verbindlichkeiten zu verhindern. In der Regel kann eine solche Unterstützung durch Aktionäre oder die Behörden im Heimatland gewährt werden.

Die Abbildungen 11 und 12 zeigen die Ratingskala und wie sich die Support-Ratings je Land im Median für die von uns untersuchten 20 Banken infolge des europäischen Abwicklungsregimes verändert haben. In fünf der sechs Länder

¹⁰ Moody's Investor Services (2014), https://www.moody.com/research/Moodys-changes-outlooks-to-negative-on-82-long-term-European--PR_300582.

¹¹ Moody's Investor Services (2015), https://www.moody.com/research/Moodys-publishes-its-new-bank-rating-methodology--PR_320662



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

gingen die Support-Ratings infolge der Einführung der BRRD auf das niedrigste Niveau zurück. Fitch bewertet den Abwicklungsrahmen somit als glaubwürdig.

Ein Ausreißer ist Schweden. Die geringe Herabstufung von 1 auf 2 (was immer noch eine hohe Wahrscheinlichkeit von Staatshilfen unterstellt) zeigt die Auffassung der Ratingagentur, dass es wesentlich wahrscheinlicher als in anderen Ländern ist, dass Schweden bei Bedarf seine Banken unterstützen wird, und dass das Land auch über die notwendige Flexibilität und Kontrolle im Hinblick auf eine Abwicklung verfügt. Nichtsdestotrotz ist jedoch auch Schweden zur Einhaltung der EU-Beihilfavorschriften sowie der BRRD verpflichtet, was diese Annahme daher fraglich erscheinen lässt.

Großbritannien gehört wie Schweden ebenfalls nicht zum Euroraum. Das Support-Rating für Banken ging hier jedoch von 1 auf 5 zurück. Nach Einschätzung von Fitch liegt dies daran, dass die bereits bestehende nationale Gesetzgebung sowie die Implementierung der BRRD tatsächlich die Abwicklung von Banken ohne Staatshilfen ermöglichen.

Unter dem Strich haben auch die Ratingagenturen als Reaktion auf die neuen Abwicklungsregeln ihre Erwartungen im Hinblick auf Staatshilfen für Banken in der EU deutlich abgeschwächt. Damit teilen sie die Auffassung der CDS-Investoren, dass das geschaffene Abwicklungsregime glaubwürdig ist. Dies wiederum ist eine notwendige Voraussetzung für dessen künftige Anwendung.

Abwicklung in der Praxis

Wie würde das neue Abwicklungsregime eigentlich funktionieren, nun, nachdem wichtige Voraussetzungen für dessen Anwendung erfüllt sind? Wie sieht der konkrete institutionelle Rahmen aus, und welche potenziellen Hindernisse resultieren daraus?

Instrumente des Einheitlichen
Abwicklungsmechanismus

13

Im Abwicklungsfall haben die Behörden unterschiedliche Optionen, um einen geordneten Prozess mit den geringsten Auswirkungen auf die Realwirtschaft und die öffentlichen Finanzen sicherzustellen.

Dabei handelt es sich um folgende Instrumente:

- Unternehmensveräußerung: Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten der Bank können vollständig oder teilweise verkauft werden
- Errichtung einer Brückenbank: Geschäftseinheiten können teilweise oder vollständig vorübergehend unter staatliche Kontrolle gestellt werden
- Ausgliederung von Vermögenswerten: Vermögenswerte, deren Liquidation möglicherweise zu Marktverwerfungen führt, können auf eine für die Vermögensverwaltung gegründete Zweckgesellschaft übertragen werden
- Bail-in-Option: Eigen- und Fremdkapital können abgeschrieben oder umgewandelt werden

Quelle: Europäische Kommission

Der geplante Abwicklungsprozess für Banken im Euroraum, die dem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus unterliegen, ist wie folgt (in Ländern außerhalb des Euroraums sind weiterhin die inländischen Behörden zuständig): Um ein Abwicklungsverfahren anzustoßen, muss die EZB oder das SRB die Insolvenz oder die höchstwahrscheinlich drohende Insolvenz einer Bank feststellen. Ist dies der Fall, muss das SRB untersuchen, ob zwei weitere Voraussetzungen erfüllt sind: i) die Abwicklung kann nicht durch Maßnahmen des privaten Sektors verhindert werden und ii) die Abwicklung ist aufgrund des öffentlichen Interesses erforderlich.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, reicht die „zuständige Abwicklungsbehörde“¹² den ex-ante vorbereiteten Abwicklungsplan bei der Europäischen Kommission ein. Nach dessen Vorlage hat die Kommission innerhalb von 24 Stunden drei Möglichkeiten: Sie kann

1. den Abwicklungsplan genehmigen,
2. den Abwicklungsplan im Hinblick auf darin enthaltene „Ermessensaspekte“ (z. B. unverhältnismäßiger Einsatz von Abwicklungsinstrumenten oder unangemessene Verwendung von Geldern aus dem Einheitlichen Abwicklungsfonds) zurückweisen,
3. den Abwicklungsplan nach dessen Erhalt innerhalb von 12 Stunden an den Europäischen Rat weiterleiten und vorschlagen
 - i. ihn aufgrund des fehlenden öffentlichen Interesses zurückzuweisen oder

¹² Je nach Größe und Bedeutung einer Bank ist dies das SRB für große Banken oder eine nationale Abwicklungsbehörde für alle anderen Banken.



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

- ii. wesentliche durch die Kommission vorgenommene Änderungen im Hinblick auf die Verwendung der Gelder aus dem Einheitlichen Abwicklungsfonds zu genehmigen oder zurückzuweisen.

Erheben die Kommission oder der Rat Einspruch entsprechend der unter Punkt 2 oder 3 genannten Optionen, muss das SRB den Abwicklungsplan innerhalb von acht Stunden anpassen. Nur wenn die Kommission den Abwicklungsplan zurückweist, weil die Abwicklung nicht im öffentlichen Interesse ist, wird die betreffende Bank gemäß dem nationalen Insolvenzrecht liquidiert.

Insgesamt ist das SRB gehalten, den genehmigten Plan spätestens 32 Stunden, nachdem der Abwicklungsplan bei der Kommission erstmals eingereicht wurde, der nationalen Abwicklungsbehörde vorzulegen. Diese muss ihn gemäß der Vorgaben des SRB umsetzen.

Nun ließe sich argumentieren, dass dieses Rahmenwerk vor dem Hintergrund der Kurzfristigkeit und mehrerer beteiligter Institutionen zu komplex ist, um zu einer Entscheidung zu gelangen. De facto wurde eine Anwendung der neuen Regeln bis dato in der Praxis allerdings nicht erprobt.

Kritiker könnten weiter argumentieren, dass die Beteiligung des Europäischen Rats eine Abwicklung insgesamt eher zu einem politisch statt ökonomisch motivierten Prozess werden lässt. Ein Staat könnte dazu verleitet sein, seine größten Banken („nationale Champions“) zu schützen, wenn diese in eine finanzielle Notlage geraten. Da der Einfluss des Europäischen Rats jedoch begrenzt ist, dürfte dies kein überzeugendes Argument sein. Die Europäische Kommission ist die einzige Institution, die einen Abwicklungsplan formell zurückweisen darf, falls sie Einwände gegen bestimmte Ermessensaspekte hat.

Dennoch sind die Abwicklungsbehörden gehalten, im Voraus sehr präzise Abwicklungspläne zu erstellen, die alle im Einzelfall zur Verfügung stehenden Instrumente beinhalten sollten. Je ausgefeilter die Abwicklungspläne sind, umso weniger werden sie während der Entscheidungsfindung in Frage gestellt und umso schneller kann eine Abwicklungsentscheidung getroffen werden. Darüber hinaus reduziert dies die Ansteckungseffekte auf andere Banken: Da Marktteilnehmer wissen, dass eine klare Bail-in-Hierarchie und detaillierte Abwicklungspläne für ihre wichtigsten Gegenparteien vorliegen, steigt i) ex ante das Vertrauen in eine geordnete Abwicklung und verringert sich ii) das Risiko, dass es während der Abwicklung durch einen Bail-in zu negativen Überraschungen kommt. Dies dürfte zudem das Herdenverhalten dämpfen.

Ein anderer Faktor, der die Unsicherheit auf Seiten der Investoren verstärken kann, ist, dass die BRRD eine EU-Richtlinie und keine EU-Verordnung ist. Den Mitgliedstaaten wird daher bei der Implementierung eine gewisse Flexibilität eingeräumt, d. h. sie haben beispielsweise bei der Festlegung der Bail-in-Hierarchie einen gewissen rechtlichen Spielraum. Dadurch wird die Abwicklung komplexer und weniger vorhersehbar, insbesondere wenn grenzüberschreitend tätige Banken in mehreren Ländern agieren, in denen es teilweise widersprüchliche Regeln, aber auch unterschiedliche Strukturen der Bankenrefinanzierung gibt. Moody's wertet diesen fragmentierten Ansatz als negativ für die Bonität, da er das Risiko für die Anleger erhöht, weil diese nicht genau wissen, wie sie bei einem möglichen Bail-in behandelt werden.¹³ Die Ratingagentur weist darauf hin, dass beispielsweise einige Länder größeren Einlegern ausdrücklichen Schutz bieten, während andere Länder wiederum den Schutz bestimmter Kategorien vorrangiger Schuldtitel verringert haben. Hinzu kommt, dass, obgleich die BRRD bis zum 31. Dezember 2014 von allen EU-Mitgliedstaaten

¹³ https://www.moodys.com/research/Moodys-Fragmented-approach-to-BRRD-implementation-across-Europe-is-credit--PR_338218



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

einzuführen war, sie einige Länder nahezu ein Jahr später immer noch nicht in nationales Recht umgesetzt hatten.¹⁴

Zwei Dinge dürften somit notwendig sein: Erstens sollte die Harmonisierung nationaler Bail-in-Regelungen für Entscheidungsträger in der EU ein wesentlicher Schwerpunkt sein. Dies ist ein wichtiger Schritt hin zu einer größeren rechtlichen Klarheit und könnte am besten im Kontext der BRRD-Überprüfung vorgenommen werden, die die Europäische Kommission bis spätestens 1. Juni 2018 durchführen soll.

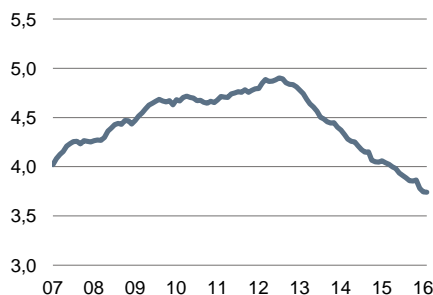
Zweitens müssen Banken für alle von ihnen emittierten Schuldtitel genau definieren, welchen Platz in der Hierarchie diese in einem Abwicklungsszenario und bei einem möglichen Bail-in einnehmen würden. Andernfalls würde die Investorennachfrage fallen und damit auch die Refinanzierungskosten steigen.

Bail-in-fähige Schuldverschreibungen – die Suche nach Investoren

Ausstehende langfristige Schuldtitel, emittiert von MFIs im Euroraum

14

EUR Bill.



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wer sollte in bail-in-fähige Schuldverschreibungen investieren? Da die Emissionsvolumina bei vielen europäischen und internationalen Banken signifikant sein werden, ist die Markttiefe ein wesentlicher Faktor.

Ausgehend von den jüngsten Entwicklungen am Markt für Bankanleihen ist es jedoch nicht klar, ob die Markttiefe wirklich ausreichend ist. Im Euroraum ging der Gesamtwert der ausstehenden langfristigen Schuldtitel, die von Finanzinstituten begeben wurden, seit 2012 um 23% zurück (siehe Grafik 14), die Bilanzsumme jedoch nur um 6%.

Diese Entwicklung kann entweder nachfrage- oder angebotsbedingt sein. Im letzteren Fall hätten die Banken ihre Emissionsvolumina freiwillig verringert. In der Tat sind die Banken im Euroraum in den vergangenen Jahren nicht nennenswert gewachsen, mussten allerdings ihr Eigenkapital erheblich erhöhen. Trotz historisch niedriger Einlagenzinsen wuchsen zudem die Einlagen des Privatsektors im selben Zeitraum jährlich um durchschnittlich 3%. Schließlich stellt die EZB den Banken nun nicht nur kostenfrei Liquidität zur Verfügung, sondern bezahlt sie unter bestimmten Voraussetzungen sogar dafür, wenn sie die zusätzlichen Mittel nutzen, um die Kreditvergabe auszuweiten. Vor dem Hintergrund des geringen Bilanzsummenwachstums und der reichlich vorhandenen Finanzierungsalternativen dürfte der Bedarf der Banken, Schuldverschreibungen zu emittieren, deutlich abgenommen haben.

Auf der anderen Seite wäre es problematischer, wenn das Schrumpfen des Marktes auf eine eingeschränkte Nachfrage zurückzuführen wäre. Aus Sicht der Investoren könnte dies zunächst die Unsicherheit widerspiegeln, die seit Ende 2011 von den Diskussionen über einen möglichen Bail-in dieser Instrumente herrührte. Seitdem die Verlustbeteiligung zur neuen Regel wurde (während die genaue rechtliche Position häufig unklar bleibt), sind Bankanleihen in der Tat für Anleger deutlich weniger attraktiv, was auch durch die Abkopplung der Banken-CDS-Spreads von den Staaten-CDS-Spreads bestätigt wird.

Offenbar spielen also sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren eine Rolle. Letztere könnten sich aufgrund der voraussichtlichen Marktgröße als besonders relevant erweisen. Für die beiden Bail-in-Konzepte, MREL und TLAC, wurden zwei Auswirkungsstudien durchgeführt. Erstens schätzte die Europäische Bankenaufsichtsbehörde („European Banking Authority“, EBA) für 64

¹⁴ Bis 30. November 2015 war die BRRD von neun Mitgliedstaaten noch nicht beziehungsweise nur teilweise in nationales Recht überführt worden: Belgien, Litauen, Luxemburg, Polen, Schweden, Slowenien, Rumänien, Tschechien und Zypern. http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-15-6200_en.htm



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

europäische Banken eine MREL-Lücke zwischen EUR 13 Mrd. und EUR 674 Mrd., je nach Zielgröße und anrechenbaren Instrumenten.¹⁵

Zweitens hat das FSB untersucht, wie viel Kapital die Bankenbranche noch aufbringen muss, um die finalen TLAC-Anforderungen zu erfüllen, die ab 2022 (2028) für G-SIBs in den Industrieländern (Schwellenländern) gelten. Je nachdem, welche Instrumente anrechenbar sind, liegt der Betrag zwischen EUR 457 Mrd. und EUR 1.130 Mrd. Ohne Berücksichtigung der G-SIBs in den Schwellenländern liegt die Lücke immer noch zwischen EUR 107 Mrd. und EUR 776 Mrd.¹⁶

Beide Berechnungen zeigen eine große Streuung hinsichtlich der noch zu überbrückenden Lücke für bail-in-fähige Schuldverschreibungen. Dies erleichtert weder die Bewertung, ob die Markttiefe für diese Instrumente ausreichen wird, noch schafft es Klarheit für Investoren. Dennoch ist evident, dass in den kommenden Jahren ein hohes Volumen an bail-in-fähigen Schuldtiteln emittiert werden muss.

Deshalb diskutieren Aufsichtsbehörden und die weiteren Beteiligten derzeit die Frage, wie diese beträchtlichen Volumina erreicht werden können und wer in bail-in-fähige Schuldverschreibungen investieren darf. Hierzu haben sie unterschiedliche Vorschläge entwickelt:

Die Liikanen-Kommission (2012) hat vorgeschlagen, dass Bail-in-Instrumente außerhalb des Bankensystems, etwa von Investmentfonds und Lebensversicherungen, gehalten werden sollten. Ziel ist es, die Verflechtungen innerhalb des Bankensektors zu begrenzen. Zudem könnten die Abwicklungsbehörden im Falle einer systemischen Krise die Bail-in-Regeln leichter anwenden. Den Banken den Zugang zum Markt für bail-in-fähige Schuldtitel zu verwehren, würde die Nachfrage allerdings noch weiter schwächen. Darüber hinaus haben einige Beobachter argumentiert, dass die Aufsichtsbehörden sicherstellen sollten, dass die Banken auch nicht indirekt das Ausfallrisiko in die Bilanz nehmen, indem sie für andere institutionelle Anleger bail-in-fähige Schuldverschreibungen, beispielsweise über CDS, absichern.¹⁷ Eine Begrenzung der von Banken angebotenen Kreditausfallversicherungen würde wiederum die Investorennachfrage dämpfen und damit den potenziellen Kreis der Anleger weiter verkleinern, die in bail-in-fähige Instrumente von Banken investieren.

Im Gegensatz dazu möchte der Baseler Ausschuss den Banken nicht gänzlich verbieten, bail-in-fähige Schuldtitel zu halten. Banken sollten jedoch diese Positionen von ihrem Tier-2-Kapital abziehen¹⁸. Dies entspricht dem Basel III-Ansatz für Bankbeteiligungen an anderen Finanzinstituten. In einem Abwicklungsszenario hätte eine mögliche Abschreibung also keine Auswirkungen auf das aufsichtsrechtliche Kapital, wohl aber auf die GuV einer Bank. Ansteckungseffekte könnten daher immer noch ein Problem sein.

Ein vollständiges Verbot für bestimmte Anleger lässt sich nicht unbedingt mit klassischem ökonomischem Denken vereinbaren. Das aktuelle aufsichtsrechtliche Rahmenwerk beschränkt die Anlageoptionen der Banken bereits und trägt damit möglichen Ansteckungseffekten Rechnung. Zusätzlich zu den bestehenden Abzugsregelungen ist die Höhe der Forderungen einer Bank gegenüber einem einzelnen Schuldner auf höchstens 25% der regulatorischen Eigenmittel begrenzt (Großkreditgrenze). Eine neue zusätzliche Abzugsregelung für bail-in-fähige Instrumente könnte den Investitionsanreiz für Banken

¹⁵ Endgültiger Entwurf des Regulatory Technical Standards der EBA „on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU“, 2015.

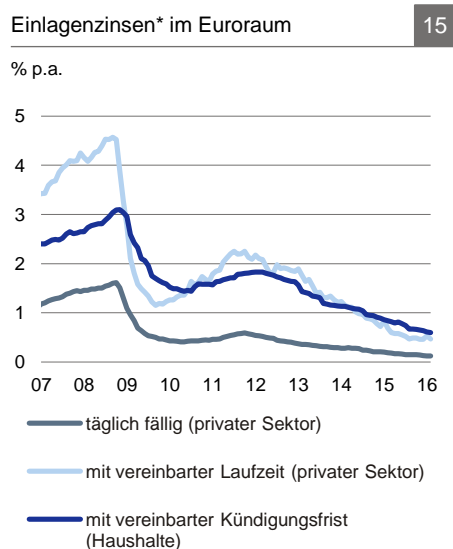
¹⁶ FSB: „Summary of Findings from the TLAC Impact Assessment Studies“, 2015

¹⁷ Krahen, J. P.: Implementing bail-in properly, SAFE Policy Letter No. 35, 2014.

¹⁸ Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht: „Consultative Document TLAC Holdings“, 2015.



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung



* Neugeschäft

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

weiter verringern, würde aber immer noch eine höhere Flexibilität und mehr wirtschaftliche Freiheit als ein vollständiges Verbot bieten.

Wer wäre also der optimale Investor? Jemand, der sich professionell gegen das Ausfallrisiko dieser Instrumente absichern kann, oder jemand, der sich des Ausfallrisikos bewusst ist, sich aber für eine potenziell höhere Rendite interessiert? Es sollte dabei jedoch keine zentrale Rolle spielen, aus welchem Sektor der Investor kommt.

Unter den neuen Bail-in-Regeln fallen für die (Fremdkapital-)Investoren im Gegensatz zu einem staatlichen Bail-out die Risiken und Kosten der Insolvenz einer Bank nicht weg, sondern sie werden von einer kleineren Zahl von Investoren getragen. Diese sollten die besonderen Merkmale dieser Instrumente und die dazugehörigen Risiken kennen. Die jüngsten Fälle, wie der Bail-in von Retail-Anleihen in Italien im November 2015 oder Anfang 2016 die Marktturbulenzen rund um Instrumente, die zum erweiterten Kernkapital zählen („Additional Tier 1“, AT1), zeigen jedoch, dass in Bezug auf die tatsächliche Einbeziehung von privaten und institutionellen Anlegern in einem Abwicklungsszenario noch ein Lernprozess stattfinden muss.

Nicht zuletzt geht – vor dem Hintergrund des Wegfalls von Staatshilfen – die höhere Verlustwahrscheinlichkeit für Investoren mit mittelfristig steigenden Refinanzierungskosten für Banken einher. Außerdem dürften sich Banken insbesondere in der Übergangszeit (die durch die Abwicklungsbehörde für jede Bank individuell festgelegt wird) vorübergehend höheren Refinanzierungskosten gegenübersehen, für den Fall, dass sie in kürzester Zeit große Volumina an Bail-in-Kapital emittieren müssen, um das endgültige MREL-Niveau zu erreichen. Und Investoren sind sich dieses Refinanzierungsdrucks bewusst. Auch die rechtliche Unsicherheit aufgrund der Tatsache, dass die BRRD nur eine Richtlinie ist, könnte die Refinanzierungsbedingungen für Banken weiter verschärfen. Im derzeitigen Marktumfeld sind die Refinanzierungskosten für europäische Banken trotz allem insgesamt sehr niedrig. Dies liegt vor allem an der sehr expansiven Geldpolitik der EZB und den historisch niedrigen Einlagenzinsen (siehe Grafik 15).

Fazit

Unsere Analyse von sechs großen Bankenmärkten zeigt, dass die Marktteilnehmer das neue europäische Abwicklungsregime als einen glaubwürdigen und in der Folge auch anwendbaren Mechanismus für den Umgang mit gescheiterten Banken ansehen. Seit der Einführung der BRRD hat sich das Länderrisiko deutlich vom Risiko des Bankensektors abgekoppelt, wie der erhebliche Anstieg des Verhältnisses der CDS-Spreads für Banken zu denen für Staaten zeigt. Zudem haben die neuen Regelungen die großen Ratingagenturen dazu veranlasst, ihre Bonitätseinstufungen zu prüfen, und in der Folge ihre Erwartungen in Bezug auf mögliche Staatshilfen deutlich abzuschwächen.

Gleichwohl ist die Abwicklung von Banken ohne Staatshilfe in Europa weitgehend unbekanntes Terrain. Ein theoretisch funktionierendes Instrumentarium für eine geordnete Abwicklung steht mittlerweile zur Verfügung, die Nagelprobe für die neuen Regeln steht allerdings noch aus. Künftige Abwicklungsfälle werden zeigen, ob die vorgesehenen Mechanismen in der Praxis angewandt werden können, insbesondere innerhalb des gesetzten Zeitrahmens und unter Berücksichtigung aller an diesem Prozess beteiligten politischen Institutionen. Weitere Hindernisse könnten sein i) wenn ein Abwicklungsplan einen zu großen diskretionären Spielraum für Diskussionen zwischen dem SRB, der Europäischen Kommission und dem Europäischen Rat einräumt und somit eine



Europas neues Bail-in-Regime und die Bankenrefinanzierung

schnelle Umsetzung des Plans verhindert oder ii) die fragmentierte Implementierung der BRRD über die verschiedenen europäischen Länder hinweg. Die an diesem Prozess beteiligten Institutionen sollten daher die neuen Regelungen anwenden, sobald es notwendig wird, um ihre Praktikabilität zu prüfen und auch um zu sehen, in welchen Bereichen sie überarbeitet werden müssen. Für alle Beteiligten – Abwicklungsbehörden, Banken und den breiteren Investorenkreis – ist es sehr wichtig, Vertrauen in die neuen Regeln zu gewinnen. Dies kann nur in relativ ruhigen Zeiten und definitiv nicht während einer weiteren systemischen Finanzkrise geschehen.

Zwei weitere wichtige Fragen müssen noch geklärt werden: Gibt es für bail-in-fähige Papiere genügend Investoren, und wie hoch wird die von ihnen geforderte Risikoprämie für die höhere Verlustwahrscheinlichkeit angesichts des Wegfalls der Bail-out-Option sein?

Die Diskussion über zusätzliche Beschränkungen für Banken in Bezug auf ihre Investitionen in bail-in-fähige Schuldtitel dürfte zu weit gehen und ist unnötig. Die derzeitige Regulierung schafft bereits genügend Anreize, um Überkreuzbeteiligungen und daher potenzielle Ansteckungseffekte im Bankensektor zu verringern. Vielmehr ist der optimale Investor derjenige, der sich gegen das Ausfallrisiko von Bail-in-Instrumenten professionell absichern kann oder bereit ist, das höhere Risiko im Gegenzug für eine höhere erwartete Rendite in Kauf zu nehmen.

Ceteris paribus werden die Refinanzierungskosten europäischer Banken mittelfristig steigen, wobei die absolute Größenordnung aufgrund des derzeitigen Zinsumfelds unklar ist. Der Effekt dürfte allerdings in der Übergangsphase verstärkt werden, wenn die Banken unter Umständen in relativ kurzer Zeit ein großes Volumen an bail-in-fähigen Schuldverschreibungen emittieren müssen, abhängig von der MREL-Implementierung in der Europäischen Union.

Zukünftig werden Aktionäre und Gläubiger von Banken den größten Teil der Abwicklungskosten tragen, Steuerzahler hingegen geschützt sein. Die Gesamtkosten verschwinden also nicht, werden aber anders verteilt. Damit hat das alte Paradigma des Bankensektors, dass „Gewinne privatisiert und Verluste vergemeinschaftet“ werden, seine Gültigkeit weitgehend verloren.

Matthias Mikosek (+49 69 910-31880, matthias-a.mikosek@db.com)



EU-Monitor

- ▶ Investitionen und Wachstum stärken:
Die Rolle der Förderbanken in Europa 9. Mai 2016
- ▶ Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel,
aber kaum schnelle Erfolge..... 8. Februar 2016
- ▶ Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren
und wer sie nutzt 18. Mai 2015
- ▶ Europas Populisten im Profil:
Strukturen, Stärken, Potenziale 7. April 2015
- ▶ Mittelstandsfinanzierung im Euroraum:
Neue Lösungen für ein altes Problem..... 13. Januar 2015
- ▶ Investitionen im Euroraum: Initiativen,
Handlungsfelder, Erfolgsfaktoren..... 18. Dezember 2014
- ▶ Alleine sind wir stark? Ökonomische
Aspekte regionaler Autonomie- und
Unabhängigkeitsbestrebungen in Europa 17. Dezember 2014
- ▶ Eine Zukunft in der EU?
Die Brexit-Diskussion als Anstoß
für eine modernere EU 29. September 2014
- ▶ Klein, aber fein? Kapitalmarkt-
finanzierung subnationaler Gebiets-
körperschaften im Aufwind..... 25. Juli 2014
- ▶ Atlantisches Fragment?
Finanzmarktregulierung,
die G20 und TTIP 3. Juli 2014
- ▶ Einrichtungen der betrieblichen
Altersversorgung in Europa:
Anhaltende Herausforderungen 2. April 2014

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2016. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg