



**Universität
Zürich** UZH

UFSP Finanzmarktregulierung



Bericht zur 5. Jahrestagung des Universitären Forschungsschwerpunkts (UFSP) Finanzmarktregulierung

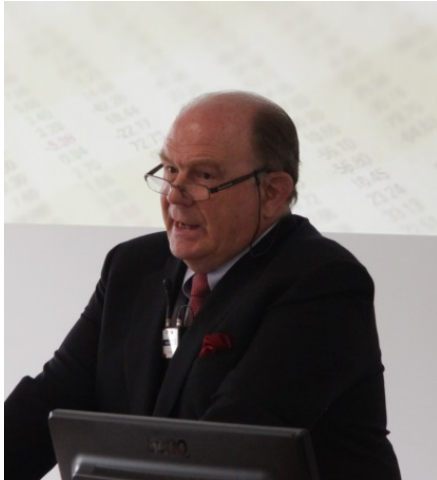
Corporate Governance und Finanzmarktregulierung

Am 14. Juni 2017 fand die fünfte Jahrestagung des Universitären Forschungsschwerpunkts Finanzmarktregulierung statt. Sie stand im Zeichen der Corporate Governance, die einen wesentlichen Einfluss auf die Stabilität von Finanzinstitutionen hat. Die interdisziplinäre Tagung bot den anwesenden Experten und Teilnehmenden Gelegenheit für gegenseitigen Austausch und interessante Debatten. Eingeladen zur fünften Jahrestagung hatten Prof. Hans Caspar von der Crone und Prof. Alexander Wagner, welche die Veranstaltung auch moderierten.

Eröffnet wurde die Tagung durch Prorektor Christian Schwarzenegger, der auf die Bedeutung des Forschungsschwerpunktes Finanzmarktregulierung an der UZH seit seiner Gründung 2013 hinwies.

Acht Jahre Financial Stability Board: Eine Standortbestimmung

Walter B. Kielholz



(Foto: Stefan Härtner)

Der Präsident des Verwaltungsrates der Swiss Re, Walter B. Kielholz, gab in der keynote speech der Konferenz eine umfassende und anschauliche Standortbestimmung zum Financial Stability Board (FSB).

„Dass die grossen Rückversicherer als systemrelevant eingestuft wurden, ist zum Teil ein Scheingefecht.“

Rückblickend auf die Erfahrungen seit dem Börsencrash von 1987 und der Asien-Krise von 1997 fokussierte Kielholz seine Ausführungen besonders auf die Entwicklungen und Reformen im regulatorischen Bereich seit der Subprime-Krise ab 2007.

Da das FSB ursprünglich nicht auf einer völkerrechtlichen Grundlage basierte und erst seit seiner Governance Reform von 2011 eine eigene Rechtspersönlichkeit hat, agierte es zunächst weitgehend als informelles Gremium. Gemäss seinem von der G-20 erteilten Mandat beurteilt das FSB insbesondere die Schwächen des internationalen Finanzsystems, fördert die Zusammenarbeit sowie den Informationsaustausch und überwacht die Einhaltung seiner Empfehlungen und Standards. Diese Tätigkeit war ursprünglich auf den Bankensektor beschränkt und wurde zusammen mit dem Basler Ausschuss für Bankenregulierung ausgeübt. Doch seit der Subprime-Krise und der als Reaktion darauf entstandenen „Too-Big-To-Fail“-Regulierung bewegt sich das Gremium auch vermehrt im Versicherungsbereich. Dabei arbeitet das FSB eng zusammen mit der International Association of Insurance Supervisors (IAIS). Diese Kooperation kulminierte in der ersten Liste für global systemrelevante Versicherungsunternehmen in 2013, die seitdem in regelmässigen Abständen aktualisiert wird. Diese Entwicklung beurteilt Kielholz grundsätzlich kritisch. Eine mögliche Einstufung von Rückversicherern als systemrelevant sei ein Scheingefecht. Hingegen würden die Risiken durch das Shadow-Banking-System und die Digitalisierung unterschätzt. Bedenken bestehen u.a. hinsichtlich geschmälerter Marktliquidität.

Zusammenfassend gab Kielholz einen Abriss der wichtigsten Massnahmen des FSB der letzten zehn Jahre, die dank eines starken politischen Willens aller beteiligten Staaten umgesetzt werden konnten. Die Schweiz als Exportland von Finanzdienstleistungen und Nicht-Mitglied der G20 hat zweifelsohne vom FSB profitiert. Als exportorientierter Finanzplatz mit global tätigen Finanzakteuren besteht ein zentrales Interesse an internationalen Finanzmarktstandards.

„Der politische Wille, der vor zehn Jahren nach der Finanzkrise vorhanden war, ist mehr oder weniger verschwunden.“

Nach einer Phase mit beachtlichen gemeinsamen Anstrengungen zur Stärkung des globalen Finanzsystems befinden wir uns nun in einer Phase der regulatorischen Fragmentierung, die koordiniertes Handeln der Behörden erschwert oder sogar unmöglich macht. Der regulatorischen Fragmentierung entgegenzuwirken, scheint aktuell besonders schwierig, aufgrund des mangelnden Buy-In der Mitglieder, vor allem der USA. Das FSB steht derzeit unter Rechtfertigungsdruck. Seine demokratische Legitimität wird auch ausserhalb der USA in Frage gestellt.

Er wies jedoch auch auf die Risiken für das Gesamtsystem hin: hohe Staatsverschuldung, Ungleichheiten bei der Verteilung von Vermögen und Einkommen, Jugendarbeitslosigkeit und einem wachsenden Schattenbankensystem – welche nicht unterschätzt werden dürfen. Mit dem fehlenden Wirtschaftswachstum schwindet das Vertrauen in die Weltwirtschaftsordnung und in internationale Institutionen, was nationale Abschottungstendenzen verstärkt. Man sehe diese Entwicklung derzeit bspw. in den USA. Er ist skeptisch, dass der politische Wille besteht, die internationale regulatorische Konvergenz zu stärken und die Aufsichts Kooperation zu intensivieren.

Regulating Bank Governance

Prof. Kern Alexander



(Foto: Stefan Härtner)

Kern Alexander widmete sein Referat dem Thema „Bank Governance“, welches er in die vier Aspekte Role of the Board, Risk Governance, Conduct Risk und Public Integrity unterteilte. Er zog dabei den Vergleich zwischen der englischen und der schweizerischen Rechtsordnung und illustrierte diesen an den Beispielen der UBS und der Barclays Bank.

“The role of the board of directors is very important in setting the tone for culture.”

Wichtige Funktionen des Verwaltungsrates einer Bank bestünden darin, einen Überblick über die Risiken zu haben, denen die Bank ausgesetzt ist, und eine Unternehmenskultur zu prägen („setting the tone for culture“), die diesen Risiken gerecht wird. Sowohl bei der UBS als auch bei der Barclays Bank hätten diesbezüglich vor der Krise 2007/08 Defizite bestanden.

Zur Risk Governance führte Alexander aus, dass das systemische Risiko in Staaten, deren Banken besser kapitalisiert seien, nachweislich geringer sei. Umgekehrt führe ein hoher Verschuldungsgrad (Leverage) nicht zu mehr wirtschaftlichem Wachstum. Die UBS und die CS würden zwar die Anforderungen der geltenden „Too big to fail“-Vorschriften erfüllen, hätten im internationalen Vergleich aber eine relativ geringe RWA-Dichte (risikogewichtete Aktiva im Verhältnis zu den gesamten Aktiva) vorzuweisen. Dies bedeute, dass sie unter den revidierten „Too big to fail“-Regeln mehr Kernkapital benötigen werden.

Interessant war der Vergleich zwischen der schweizerischen und der britischen Rechtsordnung hinsichtlich der Sanktion individuellen Fehlverhaltens von Bankmitarbeitern. Alexander

veranschaulichte diese Ausführungen an den Beispielen der LIBOR-Manipulation und des Verkaufs hochriskanter Produkte an Kleinanleger. Während in der Schweiz vorderhand die FINMA mit Massnahmen gegen die Finanzinstitute reagierte, wurden in Grossbritannien vor allem einzelne fehlbare Mitarbeiter zur Verantwortung gezogen.

“If we want to have trust in bankers, if we want to have trust in regulators, they have to be perceived as holier than Caesar’s wife.”

Ein weiterer wichtiger Aspekt sei die öffentliche Wahrnehmung von Bankern und Regulatoren. Diese könne sich auch verschlechtern, ohne dass tatsächlich gegen irgendwelche Rechtsvorschriften verstossen würde, so etwa durch zweifelhafte öffentliche Auftritte.

Welche Anreizsysteme führen zu Finanzkrisen?

Prof. Alexander F. Wagner



(Foto: Stefan Härtner)

Alexander Wagner befasste sich in seinem Referat mit der Frage, welche Anreizsysteme zu Finanzkrisen führen. Darunter zu verstehen seien nicht nur monetäre, sondern auch implizite Anreize.

„You get what your pay for.“

Im Fokus des Vortrages standen zum einen Boni-Systeme. Ein typisches Bonus-Schema enthalte herausfordernde Leistungsziele, bei deren Erreichung ein Bonus ausbezahlt wird, kombiniert mit einer Maximalhöhe, die der Bonus nicht übersteigen kann. Wagner führte aus, dass Obergrenzen für Boni („caps on pay“) zwar gewisse Vorteile hätten; so könne etwa das Reputationsrisiko exzessiver Vergütungen gut abgedeckt werden. Ein ansonsten schlecht ausgestaltetes Vergütungssystem würden Obergrenzen jedoch nicht kompensieren. Zudem zeigte Wagner auf, dass „caps on pay“ oft unerwünschte Nebenwirkungen haben. Befänden sich die massgeblichen Leistungskennzahlen in einem Bereich, in dem es darum geht, ob der Bonus ausbezahlt wird oder nicht, könne ein solches Anreizsystem zu absurden Risikoanreizen führen. Sei dagegen absehbar, dass die Leistungsziele nicht erreicht würden, ginge jeglicher monetärer Anreiz, eine konstant gute Leistung zu erbringen, verloren. So könne es lukrativer sein, in schlechten Jahren die Leistungsziele weit zu verfehlen, wenn dafür in einem guten Jahr die Leistungsziele übertroffen werden.

„Es ist ein gefährlicher Mythos zu sagen, wir geben unseren Managern Aktien statt Optionen und lösen damit das Problem der grossen Risikoanreize.“

Zum anderen stand die Struktur von Anreizsystemen im Zentrum des Referats. Diesbezüglich zeigte Wagner auf, dass die weit verbreitete Auffassung, wonach es immer gut sei, in Aktien zu vergüten, eine Vergütung in Optionen dagegen falsche Anreize setze, ein Trugschluss sei. Aktionäre haben de facto eine Option auf das Unternehmensvermögen, wobei Fremdkapital zuerst zu bedienen ist. Daher weisen Aktien das gleiche Auszahlungsprofil wie Optionen auf: den sog. „Hockeystick“. Gerade in Branchen mit hoher Verschuldung, wie etwa im Bankensektor, würden Aktienvergütungen daher notgedrungen selbst zu Risikoanreizen führen. Einen noch stärkeren Optionscharakter wiesen sog. Performance Shares auf, also Aktien, die der Empfänger nur behalten darf, wenn bestimmte Leistungsziele erreicht werden. Risiko zu nehmen sei nicht per se gut oder schlecht, doch Wagner befürchtet, dass sich nicht alle Verwaltungsräte und Regulatoren dieser Eigenschaften bewusst sind.

Sinnvoller sei es, Managern zusätzlich zu Aktien auch Fremdkapital als Vergütungselemente auszugeben, so Wagner. Dies könnte in Form von Unternehmensanleihen geschehen, es spräche aber auch nichts dagegen, dass ein Kadermitarbeiter dem Unternehmen einen Kredit gibt und damit auch als Gläubiger dieser Kreditforderung dem Risiko ausgesetzt ist, dass das Unternehmen untergeht. Durch Vergütung mit Aktien *und* Fremdkapital stehe für Manager eher das Wohl des Gesamtunternehmens im Vordergrund.

Als Fazit präsentierte Wagner – im Umkehrschluss von seinen präsentierten Thesen und mit einem Augenzwinkern – ein Rezept zur Herbeiführung von Finanzkrisen, allerdings ohne Garantie.

Wie beeinflusst die Kapital- und Liquiditätsregulierung unter Basel III die interne Eigenkapitalzuteilung?

Dr. Andreas Ita



(Foto: Stefan Härtner)

Andreas Ita ist Executive Director bei UBS. In seiner Rolle als Head Group Economic Performance and Capital Optimization ist er für die Entwicklung des konzernweiten Konzepts zur Eigenkapitalzuteilung sowie der risikoadjustierten Performancemessung zuständig. Ita befasste sich ausserdem im Rahmen seiner Dissertation an der Universität Zürich mit dem Einfluss der Eigenkapitalregulierung auf das Bilanzmanagement von Banken.

„Bei Banken spielt das Eigenkapital eine zentrale Rolle bezüglich des Gläubigerschutzes.“

Die Basel-III-Richtlinien traten in der Schweiz am 1. Januar 2013 in Kraft. Als systemrelevante Bank hat die UBS unter den schweizerischen „Too-big-to-fail“-Bestimmungen zusätzliche Kapitalanforderungen zu erfüllen. Im Mai 2016 verabschiedete der Schweizer Bundesrat die Anpassung der geltenden „Too-big-to-fail“-Bestimmungen“. Die revidierte Eigenmittelverordnung, die am 1. Juli 2016 in Kraft trat, sieht eine Übergangszeit bis zum 1. Januar 2020 vor.

In seiner Präsentation unterschied Ita zwischen externer Governance (z.B. regulatorische Kapital- und Liquiditätserfordernisse) und interner Governance (z.B. Steuerung via Allokation von Limiten und/oder Zuteilung von Eigenkapital).

In ihrer Kapitalstärke erblickt die UBS auch einen Wettbewerbsvorteil. In diesem Zusammenhang berichtete Ita von der jüngsten UBS Ergebnis-Präsentation des ersten Quartals 2017: Auf Basis einer vollständigen Umsetzung sei die Kapitalposition der UBS stark, mit einer harten Kernkapitalquote von 14,1% und einer Leverage Ratio des harten Kernkapitals von 3,55%.

„Problematisch an der Leverage Ratio ist insbesondere die hohe Kapitalerfordernis für erstklassige liquide Vermögenswerte, welche vorwiegend als Liquiditätsreserve gehalten werden“

Anhand von Fallbeispielen stellte Ita das Zusammenspiel von Kapital Ratio und Leverage Ratio dar. Letztere wurde eingeführt, um den Schwächen risikobasierter Eigenkapitalanforderungen entgegenzuwirken. Eine bindende Leverage Ratio kann jedoch auch zu unerwünschten Nebeneffekten führen, insbesondere verzerrten Anreizen. So sind infolge der identischen marginalen Kapitalerfordernis Aktiven mit höherem Risiko gegenüber Aktiven mit tieferem Risiko attraktiver. Der Zweck der Eigenkapitalzuteilung sei es, laut Ita, die Geschäfte hin zu jenen Aktivitäten zu lenken, welche die beste Ausgewogenheit zwischen Gewinnpotential, Risiken und Kapitaleinsatz aufzuweisen. Zugeteiltes Eigenkapital ermögliche die interne risikoadjustierte Profitabilitäts-Messung und sei die Basis für das externe Reporting.

In der anschliessenden Diskussion zeigten sich die Teilnehmenden besonders interessiert an dem Zusammenhang zwischen den Eigenmittelvorschriften und der geforderten Aktienrendite. In seiner Antwort wies Ita mit Bezug auf aktuelle Forschung (darunter Miles et al., 2012) darauf hin, dass das Modigliani-Miller-Theorem – demgemäss der Wert einer Unternehmung in perfekten Märkten unabhängig von der Finanzierung sein – für Banken empirisch gesehen nur etwa zur Hälfte anwendbar sei. Daraus ergäben sich auch Herausforderungen: Weder sei es korrekt, wenn Vorschläge für striktere Eigenkapitalregeln davon ausgingen, dass die Kapitalkosten für Banken dadurch nicht tangiert würden; noch sei es korrekt, wenn Banken von einem fixen, gegebenen Eigenkapitalkostensatz ausgingen.

Könnte das europäische Modell der gone-concern Anforderungen für alle Banken Vorbild für die Schweiz sein?

Dr. Reto Schiltknecht



(Foto: Stefan Härtner)

Reto Schiltknecht ist seit Januar 2010 bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA in Bern tätig. Seit der Gründung des Geschäftsbereichs Recovery und Resolution 2016 ist er Leiter Internationales und Policy sowie stv. Geschäftsbereichsleiter.

„Die Schweiz ist weiterhin der grösste Offshore-Finanzplatz der Welt.“

Schiltknecht begann seine Präsentation mit dem Hinweis, dass gerade am der Tag der Veranstaltung ein Medienbericht erschien, in dem die Schweiz im Jahr 2016 weiterhin als grösster Offshore-Finanzplatz der Welt bezeichnet wird.

Innerhalb dieses Finanzplatzes gibt es fünf systemrelevante Banken in der Schweiz, welche Funktionen erbringen, die für das Funktionieren der Volkswirtschaft unverzichtbar sind. Anknüpfend an die vorige Präsentation führte Schiltknecht die besonderen Anforderungen für diese Banken im Bereich Eigenmittel, Liquidität und Risikoverteilung aus. Für ihn sei es ein Grund zur Sorge, dass es in der Schweiz eine Gruppe von mittelgrossen bis grösseren Banken gibt, die aufgrund ihrer regionalen Bedeutung einen Risikofaktor darstellten, jedoch nicht als systemrelevant eingestuft würden und somit keine besonderen Anforderungen erfüllen müssten. Dass auch diese Gruppe das nationale Finanzsystem aufrütteln könne, habe vor 25 Jahren die Krise der Regionalbanken gezeigt.

„In der Schweiz gibt es über 250 bewilligte Banken, die derzeit keinen besonderen Anforderungen unterliegen.“

Anders sei die Rechtslage in der Europäischen Union. Unter deren Aufsichtsregime haben neu sämtliche bewilligte Banken besondere Stabilisierungs- und Abwicklungspläne zu liefern, wozu auch die Pflicht zur Aufnahme von zusätzlichen verlustabsorbierenden Mitteln (sog. gone-concern Kapital) gehört. Diese Verpflichtung wird „minimum requirements for own funds and eligible liabilities“ oder kurz „MREL“ genannt. Mit MREL soll sichergestellt werden, dass die in der EU niedergelassenen Institute zu jeder Zeit eine Mindestquote an Eigenmitteln und bail-in-fähigen Verbindlichkeiten einhalten. Die Quote wird als Anteil an den Gesamtverbindlichkeiten einschliesslich regulatorischen Eigenmitteln ausgedrückt. Am Beispiel von Grossbritannien stellte Schiltknecht die Wirkung dieser Anforderungen dar. Ein solches MREL-Konzept könnte auch für das Schweizer Finanzsystem Vorteile bringen. Zum Schluss seines Referats erwähnte er den auf Ende Juni 2017 erwarteten Bericht des Bundesrates zu inlandorientierten Banken und deren neuen Erfordernissen.

Crisis and Thereafter – Can Abenomics Save the Japanese Economy?

H.E. Etsuro Honda



Abschliessend schlug Botschafter Etsuro Honda den Bogen von Corporate Governance zu staatlicher Governance. Er gewährte dem Publikum einen mit zahlreichen volkswirtschaftlichen Kennzahlen unterlegten Einblick in die vom japanischen Premierminister Shinzō Abe verfolgte Wirtschaftspolitik – die sog. Abenomics.

„The demographic problem is not the reason why we suffered for many years. The real reason is a policy mistake.”

(Foto: Stefan Härtner)

Mit Abenomics versucht die japanische Regierung durch verschiedene Massnahmen die seit den frühen 1990ern anhaltende, durch die Immobilienpreisblase, Asset- und Bankenkrise ausgelöste, japanische Wirtschaftskrise zu überwinden. Anders als die vorherige Regierung, die als Hauptursache der Krise Probleme struktureller Natur – namentlich die negative Bevölkerungswachstumsrate Japans – ausmachte, geht die jetzige Regierung davon aus, dass verfehlte Wirtschaftspolitik für die Krise verantwortlich sei.

Die stagnierende japanische Wirtschaft – die „verlorenen“ 20 Jahre seit dem Platzen der Immobilienblase – illustrierte Botschafter Honda anhand einer Grafik, die die Entwicklung des nominalen BIP in Japan und in vergleichbaren Volkswirtschaften aufzeigte. Alle anderen porträtierten Volkswirtschaften weisen eine steigende Tendenz auf, nur Japans Kurve verläuft flach.

Die Abenomics setzen sich zusammen aus drei sinnbildlichen Pfeilen. Der erste „Pfeil“ besteht darin, durch eine expansive Geldpolitik der Bank of Japan, die andauernde Deflation zu durchbrechen und eine stabile Inflation von 2% zu erreichen. Damit, so Botschafter Honda, solle auch die Erwartungshaltung der japanischen Bevölkerung und der Unternehmen, der „deflationary mindset“, geändert werden. Der Botschafter zog hier einen Vergleich mit der Schweiz: Während die Schweizer Nationalbank aufgrund des starken Schweizer Frankens Negativzinsen einführt, war deren Einführung durch die Bank of Japan durch die Deflation, also historisch, bedingt. Der zweite „Pfeil“ der Abenomics sind höhere Staatsausgaben und fiskalische Massnahmen. Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen und Deregulierungen bilden den dritten „Pfeil“.

„There is some possibility, by policy measures, to get out of the vicious cycle.”

Davon ausgehend zeigte Botschafter Honda auf, dass Abenomics schon in verschiedenen Bereichen, etwa auf dem Arbeitsmarkt, zu spürbaren Verbesserungen geführt haben, man aber noch nicht am Ziel sei. Die Gegenargumente zu Abenomics fasste er unter dem Stichwort der „Big Rock Theory“ zusammen. Gegner dieser Wirtschaftspolitik würden oft vorbringen, dass die momentane Situation zwar nicht optimal sei, man mit den geplanten, tiefgreifenden, Reformen aber einen „grossen Stein“ ins Rollen bringe, den man nicht mehr aufhalten könne. Der grosse Stein diene dabei zunächst als

Metapher für die Deflation, deren Überwindung einen gewaltigen Effort erfordere. Sei aber der Stein einmal ins Rollen geraten, bzw. sei das Inflationsziel erreicht, könne die Inflation nicht mehr gebremst werden und steige weiter an. Entsprechend solle erst gar nicht versucht werden, den Stein zu bewegen. Die Entwicklungen in Japan hingegen haben gezeigt, dass wenn die richtigen Massnahmen mit Zuversicht und politischen Willen implementiert werden, dann kann auch ein grosser Stein in alle Richtungen bewegt werden. Dieses sei der Kern erfolgreicher Governance.