

Ausschuss für Finanzstabilität

**Dritter Bericht an den Deutschen Bundestag
zur Finanzstabilität in Deutschland**

Juni 2016

Ausschuss für Finanzstabilität
Bundesministerium der Finanzen
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin
Tel.: 03018 / 682 - 0
Internet: <http://www.bundesfinanzministerium.de>

Vorwort

Der Ausschuss für Finanzstabilität **(im Folgenden „Ausschuss“)** ist das zentrale Gremium der makroprudenziellen Überwachung in Deutschland; er wurde Anfang 2013 durch das Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität eingerichtet. Dem Ausschuss gehören jeweils drei Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen, der Bundesbank, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie – ohne Stimmrecht – ein Vertreter der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung an. Er tagt regelmäßig einmal pro Quartal.

Der Ausschuss erörtert auf Grundlage von Analysen der Bundesbank Sachverhalte, die für die Stabilität des deutschen Finanzsystems von Bedeutung sind. Unter Stabilität des Finanzsystems versteht der Ausschuss im Einklang mit seiner Strategie einen Zustand, in dem die volkswirtschaftlichen Funktionen, das heißt sowohl die Allokation der finanziellen Mittel und Risiken als auch die Abwicklung des Zahlungsverkehrs, effizient erfüllt werden – und zwar gerade auch im Falle von unvorhersehbaren Ereignissen, in Stresssituationen sowie in strukturellen Umbruchphasen. Der Ausschuss kann Warnungen und Empfehlungen aussprechen. Diese sind auf die Abwehr von Gefahren für die Finanzstabilität ausgerichtet und dienen der Sicherstellung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems und der Begrenzung systemischer Risiken.

Der Ausschuss bildet zugleich die Schnittstelle zur makroprudenziellen Überwachung in Europa. Er ist Ansprechpartner für den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB) und die makroprudenziellen Behörden der anderen EU-Mitgliedsländer, er informiert den ESRB über seine Warnungen und Empfehlungen und berät über die Deutschland betreffenden Warnungen und Empfehlungen des ESRB.

Seiner gesetzlichen Verpflichtung nachkommend legt der Ausschuss dem Deutschen Bundestag hiermit seinen dritten Bericht über die Lage und die Entwicklung der Finanzstabilität in Deutschland sowie über seine Tätigkeit vor. Der Bericht bezieht sich auf den Zeitraum April 2015 bis März 2016.

Im Anhang dieses Berichts ist zudem die durch Beschluss des Ausschusses vom 15. September 2015 angepasste Geschäftsordnung enthalten, in der die Benennung der Mitglieder präzisiert wurde. Des Weiteren sind im Anhang die Mitglieder und die Sitzungstermine des Ausschusses im Berichtszeitraum aufgeführt.

Inhalt

1 Überblick	1
Niedrige Zinsen prägen Risikolage des deutschen Finanzsystems	1
Keine akuten Anzeichen für übermäßige Übernahme von Risiken	1
Aufwärtstrend am Wohnimmobilienmarkt hält an.....	3
Anreize für stabilitätskonformes Verhalten sollten gestärkt werden	4
2 Teilaspekte der Risikolage	5
2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld.....	5
Niedrige Zinsen prägen allgemeine Risikolage.....	5
Sensibilität gegenüber Schwellenländerrisiken gestiegen	7
Unsicherheiten über politischen Kurs Griechenlands ohne größere Ansteckungseffekte.....	9
Quellenverzeichnis	10
2.2 Risiken im Bankensektor	11
Ertragslage im Niedrigzinsumfeld weiter unter Druck.....	11
Risikoübernahme gestiegen.....	13
Risikotragfähigkeit insgesamt weiter hoch	14
Bausparkassen ebenfalls unter Druck.....	15
Arbeiten zu makroprudenziellen Instrumenten weiter vorangeschritten	16
Quellenverzeichnis	18
2.3 Risiken bei Lebensversicherern und Altersvorsorgeeinrichtungen	20
Zinserträge deutscher Lebensversicherer weiter rückläufig	20
Lebensversicherungsreformgesetz stärkt Risikotragfähigkeit	21
Auch Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung von niedrigen Zinsen betroffen	23
Quellenverzeichnis	24
2.4 Risiken im Schattenbankensystem	26
Investmentfondssektor prägt deutsches Schattenbankensystem	27
Risikoindikatoren weitgehend unauffällig	29
Quellenverzeichnis	30
2.5 Vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken	31
Aufwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen verbreitert sich	31
Wohnungsbaukreditvergabe an private Haushalte zieht an	31
Banken zeigen sich bei erweitertem Stresstest für Wohnimmobilienkredite robust...	33

Ausschuss empfiehlt vorsorglich Schaffung neuer Instrumente für die Regulierung der Darlehensvergabe zur Wohnimmobilienfinanzierung	34
Keine Anpassungen bei mit Immobilien besicherten Risikopositionen nötig	36
Quellenverzeichnis	37
2.6 Sonstige Risiken	38
Risiken aus Derivatemärkten und CCPs	38
Cyberrisiken	40
Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln	41
Risiken aus dem Unternehmenssektor	42
Quellenverzeichnis	43
3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken	45
Quellenverzeichnis	45
Anhang 47	
A Geschäftsordnung des Ausschusses für Finanzstabilität	47
B Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität	52
C Sitzungstermine im Berichtszeitraum	52

1 Überblick

Niedrige Zinsen prägen Risikolage des deutschen Finanzsystems

Das globale Finanzsystem war im Berichtszeitraum mehreren **Belastungen** ausgesetzt. So wurden im Zusammenhang mit deutlichen Korrekturen an den chinesischen Festlandsbörsen und an den weltweiten Rohstoffmärkten die Wachstumsperspektiven Chinas und weiterer bedeutender, vor allem Rohstoffe exportierender Schwellenländer hinterfragt. Zudem führten Unsicherheiten über den Verbleib Griechenlands im Euro-Raum zu Anspannungen an den Finanzmärkten.

Insgesamt entwickelte sich aber keine destabilisierende Krisendynamik. Das **deutsche Finanzsystem** hat sich während beider Stressperioden als **robust** erwiesen. Seine Risikolage wird insbesondere von den außerordentlich **niedrigen Zinsen** geprägt. Diese werden voraussichtlich noch längere Zeit bestimmend bleiben. Die vom Eurosystem beschlossene weitere Lockerung des geldpolitischen Kurses hat die Erwartungen über einen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik im Euro-Raum weiter in die Zukunft verschoben. Je länger die lockere Geldpolitik beibehalten wird, desto stärker nehmen damit einhergehende **Risiken und Nebenwirkungen** zu. Die niedrigen Zinsen können Fehlanreize setzen, sodass die Gefahr wächst, dass es zu Vermögenspreisblasen kommt und Risiken von den Marktteilnehmern systematisch unterschätzt werden.

Gegen Ende des Berichtszeitraums nahm die Unsicherheit an den Finanzmärkten wieder zu. Der Ausblick wird von mehreren Unsicherheitsfaktoren geprägt. Hierzu gehört das Spannungsfeld, das sich aus den divergierenden geldpolitischen Tendenzen in den großen Währungsräumen ergibt. Darüber hinaus haben **politische Unsicherheiten** zugenommen. Dies betrifft unter anderem die Bewältigung der Flüchtlingskrise, den weiteren Reformkurs einiger Euro-Länder und – insbesondere in Zusammenhang mit dem Referendum des Vereinigten Königreichs – die zukünftige Zusammensetzung der Europäischen Union.

Keine akuten Anzeichen für übermäßige Übernahme von Risiken

Der Ausschuss beschäftigte sich intensiv mit den Auswirkungen niedriger Zinsen auf die deutschen Finanzintermediäre sowie mit der Gefahr eines abrupten Endes der lockeren Finanzierungsbedingungen. Dabei legte er besonderes Augenmerk auf die Identifizierung **systemischer Risiken**. Denn makroprudenzielle Politik hat – im Gegensatz zur traditionellen mikroprudenziellen Aufsicht – die Stabilität des gesamten Finanzsystems im Blick. Systemische Risiken liegen vor, wenn die Schieflage eines systemrelevanten Marktteilnehmers die Funktionsfähigkeit des gesamten Systems gefährden könnte (Too Big to Fail bzw. Too Interconnected to Fail) oder wenn viele Marktteilnehmer ähnlichen Risiken ausgesetzt sind (Too Many to Fail). Bei der Bewertung dieser Gefahren untersuchte der Ausschuss insbesondere, inwieweit die Marktteilnehmer für die identifizierten Risiken gewappnet sind. Zudem prüfte er, mit welchen Maßnahmen Gefahren für die Finanzstabilität abgewendet werden können, beispielsweise durch einen Einsatz makroprudenzieller Instrumente.

Insgesamt sah der Ausschuss wenig Anzeichen für eine übermäßige Übernahme von Risiken in den einzelnen Sektoren des deutschen Finanzsystems. Die im Berichtszeitraum

durchgeführten Analysen ergaben, dass das **deutsche Finanzsystem** derzeit **hinreichend robust** erscheint, um auch in Stresssituationen seine zentralen gesamtwirtschaftlichen Funktionen zu erfüllen. Ungeachtet dessen können die **anhaltend niedrigen Zinsen** Ausgangspunkt vielfältiger Problemlagen werden. Mögliche Fehlentwicklungen müssen sorgfältig beobachtet, analysiert und aufsichtlich eng begleitet werden. Dies schließt auch die Überprüfung makroprudenzieller Eingriffsmöglichkeiten ein. Der Ausschuss identifizierte mehrere **potenzielle Gefahrenherde**:

- Die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf das deutsche **Bankensystem** sind bislang begrenzt. Die Widerstandsfähigkeit der Institute hat zugenommen: Sie haben ihre Eigenkapitalausstattung verbessert und ihre Verschuldung reduziert. Besteht das Niedrigzinsumfeld längere Zeit fort, könnte die Ertragslage aber spürbar unter Druck geraten. Dies würde vorwiegend kleinere und mittlere Institute wie Sparkassen und Genossenschaftsbanken treffen, die traditionell einen Großteil ihrer Erträge durch das Kredit- und Einlagengeschäft erwirtschaften. Die Institute versuchen auf zweifache Weise, ihren Zinsüberschuss zu stabilisieren: zum einen, indem sie das Volumen im Kreditgeschäft erhöhen; zum anderen, indem sie verstärkt Fristentransformation betreiben. Dabei gehen sie höhere Zinsänderungsrisiken ein. Aus makroprudenzieller Sicht sind diese Risiken bedeutsam, weil Zinsschocks alle Institute gleichzeitig treffen. Ein umfassender Makrostresstest der Bundesbank zeigte die Verwundbarkeit deutscher Banken gegenüber makroökonomischen Schocks auf. Vor diesem Hintergrund betonte der Ausschuss die Verantwortung der Institute, insbesondere ihre Zinsrisiken zu reduzieren. Zudem sollten sie auf dem Weg des Eigenkapitalaufbaus und der Rückführung des Verschuldungsgrades weiter voranschreiten.
- Auch die deutschen **Bausparkassen** sind von den anhaltend niedrigen Zinsen betroffen. Ihre Erträge sind unter Druck geraten. Der Ausschuss hielt es nicht für erforderlich, dass über die Ende 2015 erfolgte Novelle des Bausparkassengesetzes hinausgehende spezielle makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen werden, insbesondere da der Sektor, gemessen an seiner Größe, als nicht systemrelevant eingeschätzt wurde. Er betonte aber die Notwendigkeit einer engen institutsspezifischen Analyse durch die Aufsicht, um frühzeitig auf eine kritische Entwicklung der Ertragslage reagieren zu können.
- Die niedrigen Zinsen stellen des Weiteren eine zunehmende Belastung für die deutschen **Lebensversicherer** dar. Die Gefahr wächst, dass die erwirtschafteten Erträge nicht mehr ausreichen, um den oftmals langfristigen Verpflichtungen nachzukommen. Das im August 2014 in Kraft getretene Lebensversicherungsreformgesetz hat zwar für Erleichterungen gesorgt. Diese wiegen den Effekt der weiter gesunkenen Zinsen aber nicht auf. Die Lebensversicherer sind daher gefordert, insbesondere ihre Eigenmittelpolster zu stärken, um ihre Risikotragfähigkeit zu erhöhen. Der Ausschuss wies zudem darauf hin, dass auch **Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung** wie Pensionsfonds und Pensionskassen von den niedrigen Zinsen in Mitleidenschaft gezogen werden.
- Im Umfeld niedriger Zinsen bestehen zudem Anreize, Kreditaktivitäten aus dem stärker regulierten Bankensystem in das **Schattenbankensystem** zu verlagern. Der Schattenbankensektor hat innerhalb des deutschen Finanzsystems an Bedeutung gewonnen; das Schwergewicht ist dabei der Investmentfondssektor. Gefahren für die Finanzstabilität leitete der Ausschuss aber nicht ab: Schattenbank-Akteure spielen im vom Bankensektor geprägten deutschen Finanzsystem weiter eine untergeordnete Rolle;

ein Anstieg systemischer Risiken war nicht zu beobachten. Ungeachtet dessen unterstrich der Ausschuss die Notwendigkeit, den Monitoring-Rahmen kontinuierlich weiterzuentwickeln.

Vor dem Hintergrund möglicher **Risiken aus dem Unternehmenssektor** befasste sich der Ausschuss zudem mit nationalen und internationalen Rechnungslegungsvorschriften. Im Fokus standen dabei Regeln zur Bilanzierung von Goodwill und Pensionsverpflichtungen. Diese könnten bei Kapitalgebern zu systematischen Fehleinschätzungen führen und somit die Finanzstabilität beeinträchtigen. Mit Blick auf den bilanziellen Goodwill ist aus Sicht des Ausschusses perspektivisch zu prüfen, inwiefern die bestehenden internationalen Rechnungslegungsstandards prozyklisch wirken und Überbewertungen von Unternehmen hervorrufen können. Hinsichtlich der Anfang 2016 erfolgten Neuregelung der handelsrechtlichen Pensionsrückstellungen stellte der Ausschuss fest, dass die Informationsfunktion von Jahresabschlüssen potenziell beeinträchtigt werden könnte, die vorgesehene Ausschüttungssperre möglichen Risiken für die Finanzstabilität jedoch entgegenwirkt.

Aufwärtstrend am Wohnimmobilienmarkt hält an

Der seit dem Jahr 2010 zu beobachtende **Aufwärtstrend am deutschen Wohnimmobilienmarkt** setzte sich im Berichtszeitraum fort. Die Preisdynamik hat sich insgesamt verstärkt. Das Wachstum der an private Haushalte vergebenen Wohnungsbaukredite hat sich beschleunigt. Das Kreditwachstum ist aber sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich immer noch als moderat zu bezeichnen. Eine flächendeckende Lockerung der Vergabestandards für Wohnimmobilienkredite durch deutsche Banken ist nicht festzustellen. Insgesamt erscheint das Risiko einer Preiskorrektur bei gleichzeitig starken Ausfällen von Wohnimmobilienkrediten weiter gering.

Um Risiken am Wohnimmobilienmarkt rechtzeitig zu erkennen und – bei Bedarf – gegensteuern zu können, ist es notwendig, **Datenlücken zu schließen** und den **makroprudenziellen Instrumentenkasten zu vervollständigen**. Die in Deutschland derzeit verfügbaren makroprudenziellen Instrumente im Wohnimmobilienbereich reichen nicht aus, um zukünftig denkbare systemische Risiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung hinreichend wirksam abwehren zu können. Daher hat der Ausschuss im Juni 2015 der Bundesregierung empfohlen, präventiv die Schaffung von Rechtsgrundlagen für neue makroprudenzielle Instrumente zu initiieren.¹ In diesem Zusammenhang sollte auch eine hinreichende Datengrundlage sichergestellt werden. Verlässliche Daten sind die Voraussetzung für einen sachgerechten Einsatz makroprudenzieller Instrumente zur Eindämmung systemischer Risiken sowie für dessen Wirkungsanalyse. Gegen Ende des Berichtszeitraums bereitete das Bundesministerium der Finanzen (BMF) einen Gesetzentwurf zur Umsetzung der Empfehlung vor.

¹ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität, Empfehlung zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien, 30. Juni 2015.

Anreize für stabilitätskonformes Verhalten sollten gestärkt werden

Der Ausschuss betonte die Verantwortung der Marktteilnehmer, ihre Risikotragfähigkeit weiter zu stärken. Hierzu gehört, Risiken adäquat zu erfassen und hinreichend mit Eigenkapital zu unterlegen, die Kosten- und Ertragsstrukturen zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen. Da die einzelnen Akteure die Folgen ihres Handelns für das gesamte Finanzsystem zumeist nicht hinreichend berücksichtigen, muss aus systemischer Sicht zudem auf das **Setzen geeigneter institutioneller Rahmenbedingungen** geachtet werden. Diese beeinflussen maßgeblich die Anreize für stabilitätskonformes Verhalten. Daher setzt sich der Ausschuss dafür ein, Fehlanreize, die durch Regulierung entstehen, zu beseitigen. Ein Beispiel hierfür ist die **regulatorische Bevorzugung von Staatsschuldtiteln**. Diese sollte mittel- bis langfristig abgebaut werden.

Eine bedeutende institutionelle Neuerung im Berichtszeitraum betraf den Ordnungsrahmen der Währungsunion. Neben die einheitliche Bankenaufsicht (Single Supervisory Mechanism: SSM) ist – als zweite Säule der Bankenunion – der **einheitliche Abwicklungsmechanismus** (Single Resolution Mechanism: SRM) getreten. Seit Anfang 2016 gelten zudem europaweit neue Regeln, um **Gläubiger an den Kosten einer Bankenschieflage zu beteiligen** (Bail-in).² Dies ist ein substanzieller Schritt, um Fehlanreize aus impliziten staatlichen Garantien für Finanzinstitute zu reduzieren. Aus Sicht des Ausschusses müssen die beschlossenen Regeln auch konsequent angewendet werden. Nur dann können sie dazu beitragen, die weiterhin enge Verknüpfung von Banken und Staaten zu lockern.

Im Kontext makroprudenzieller Politikmaßnahmen ist darauf zu achten, dass **Prozesse transparent gestaltet** werden. Makroprudenzielle Maßnahmen stellen weitreichende Eingriffe in das Wirtschaftsgeschehen dar. Sie sind nur gerechtfertigt, wenn hinreichend begründet werden kann, dass weniger intensiv eingreifende Instrumente nicht ausreichen, um die Finanzstabilität angemessen zu stärken. Kosten und Nutzen von Regulierungsmaßnahmen sollten daher quantifiziert, unbeabsichtigte Nebenwirkungen und unerwünschte Ausweichreaktionen identifiziert werden. Es sollte zudem regelmäßig überprüft werden, ob die gewünschten Ziele im geplanten Ausmaß und bei den gewünschten Adressaten erreicht wurden. **Objektive, ex ante festgelegte und strukturierte Verfahren** erlauben eine umfassende Bewertung von Politikmaßnahmen. Sie wirken regulatorischer Ungewissheit entgegen und können die Akzeptanz einzelner Maßnahmen und der Regulierung insgesamt erhöhen.

² Deutschland hatte die neuen europäischen Regeln bereits zum 1. Januar 2015 umgesetzt.

2 Teilaspekte der Risikolage

2.1 Das internationale makroökonomische und finanzielle Umfeld

Das Risikoumfeld des deutschen Finanzsystems wurde im Berichtszeitraum maßgeblich von den verhaltenen Wachstumsperspektiven der Industrieländer, den wirtschaftlichen Schwierigkeiten insbesondere der Rohstoffe exportierenden Schwellenländer und den divergierenden geldpolitischen Tendenzen in den großen Währungsräumen geprägt. Der Ausschuss hat sich vor diesem Hintergrund insbesondere mit Risiken aufgrund der anhaltend niedrigen Zinsen sowie mit der Gefahr eines abrupten Endes der lockeren Finanzierungsbedingungen auseinandergesetzt. Darüber hinaus analysierte der Ausschuss die finanzstabilitätspolitischen Auswirkungen von zwei bedeutenden Stressereignissen. Er diskutierte zum einen die zunehmende Sorge um das sich verlangsamende Wachstum und die deutlich gestiegene Verschuldung in China und damit verbundene Gefahren für andere Schwellenländer und die internationalen Finanzmärkte. Zum anderen rückten zu Beginn des Berichtszeitraums die finanziellen Anspannungen im Zuge der Unsicherheiten über den weiteren politischen Kurs Griechenlands in den Fokus. Das deutsche Finanzsystem hat sich während beider Stressperioden als robust erwiesen.

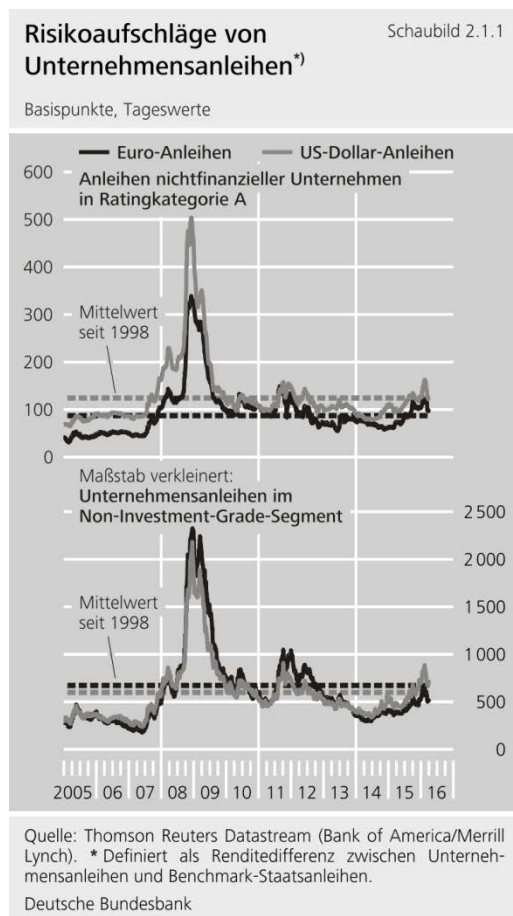
Niedrige Zinsen prägen allgemeine Risikolage

Vor dem Hintergrund einer weiterhin akkommodierenden Geldpolitik blieben die **Zinsen** im Euro-Raum während des Berichtszeitraums **auf niedrigem Niveau**. Der EZB-Rat traf im Dezember 2015 die Entscheidung, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme) bis März 2017 zu verlängern. Im März 2016 beschloss der EZB-Rat, das monatliche Ankaufvolumen von 60 Mrd € auf 80 Mrd € zu erhöhen und das Programm auf Unternehmensanleihen des Investment-Grade-Segments auszuweiten. Zudem entschied er, die Zinssätze für die Hauptrefinanzierung auf 0,0% und für die Einlagefazilität auf -0,4% zu senken und weitere gezielte längerfristige Refinanzierungsoperationen für das Bankensystem durchzuführen.

Dadurch haben sich die Erwartungen bezüglich einer Zinserhöhung weiter in die Zukunft verschoben. Dies spiegelt sich auch in den weiterhin **niedrigen Renditeniveaus an den Anleihemärkten** wider. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen verzeichnete zu Beginn des Berichtszeitraums einen deutlichen Anstieg auf knapp 1%. Im weiteren Zeitverlauf sank sie jedoch wieder und notierte Ende Februar 2016 nahe der im April 2015 erreichten historischen Tiefststände. Die Renditen anderer Staatsanleihen im Euro-Raum bewegten sich ebenfalls auf sehr niedrigem Niveau.

Die niedrigen und voraussichtlich noch länger niedrig bleibenden Zinsen können sich zum einen **nachteilig auf die Ertragslage von Finanzinstituten** auswirken. Bausparkassen und Lebensversicherer sind aufgrund ihrer Geschäftsmodelle in besonderer Weise vom Niedrigzinsumfeld betroffen, während die Effekte auf die Ertragslage deutscher Banken

bislang insgesamt noch begrenzt sind.³ Die Erwartung eines länger bestehenden Niedrigzinsumfelds birgt zum anderen die Gefahr, dass Marktteilnehmer zur Steigerung der erwarteten Rendite verstärkt Risiken eingehen, ohne hierfür eine angemessene Risikovorsorge zu betreiben.



An den Märkten für **Unternehmensanleihen** im Euro-Raum und in den USA sind die **Risikoprämien** seit dem Frühjahr 2015 insgesamt **gestiegen**. Ende März 2016 lagen sie nur noch im Non-Investment-Grade-Segment des Euro-Raums deutlich unter den langfristigen Durchschnittswerten (Schaubild 2.1.1). Mit der Ankündigung der EZB vom März 2016, dass im Rahmen der geldpolitischen Sondermaßnahmen auch Unternehmensanleihen im Investment-Grade-Segment aufgekauft werden können, haben sich deren Risikoaufschläge wieder merklich eingeeignet. Die Emissionsvolumina von Anleihen aus dem Non-Investment-Grade-Segment im Euro-Raum und in den USA waren zu Beginn des Jahres 2015 weiterhin relativ hoch, gingen in der zweiten Jahreshälfte jedoch zurück.

Für die europäischen und amerikanischen **Aktienmärkte** zeigten die Indikatoren im Berichtszeitraum kein eindeutiges Bild; insgesamt waren aber **keine signifikanten Risiken aus möglichen Fehlbewertungen** zu erkennen. Einerseits überstieg das Verhältnis von Kursen zu den Gewinnen der letzten fünf Jahre teilweise leicht

den langfristigen Durchschnitt. Andererseits lagen die impliziten Aktienrisikoprämien⁴ für DAX, Euro Stoxx 50 sowie S&P 500 über ihren langfristigen Durchschnittswerten, was gegen eine Überbewertung an diesen Märkten spricht. Da es sich bei der Aktienrisikoprämie um eine relative Bewertung von Aktien gegenüber sicheren Staatsanleihen handelt, könnte das Maß aufgrund der sehr niedrigen Renditen an den Staatsanleihemärkten gegenwärtig verzerrt sein. Eine gegenläufige Bewegung von Zinsen und Risikoindikatoren spricht aber nicht für die These, dass Anleger wegen eines sinkenden Zinsniveaus übermäßig starke Risiken am Aktienmarkt eingehen.⁵ Auch ökonomische Tests zur Untersuchung möglicher

³ Siehe hierzu die Kapitel „Risiken im Bankensektor“ auf S. 11 ff. und „Risiken bei Lebensversicherern und Altersvorsorgeeinrichtungen“ auf S. 20 ff.

⁴ Implizite Aktienrisikoprämien berechnen sich als Differenz zwischen einer marktimpliziten Rendite und der Rendite von Staatsanleihen. Die marktimplizite Rendite von Aktien kann dabei mit Hilfe von Dividendenbarwertmodellen (vgl.: Deutsche Bundesbank (2016), S. 15-30) oder aus Residualgewinnmodellen ((Eigenkapitalrendite minus Eigenkapitalkosten)*Buchwert des Eigenkapitals der Vorperiode) ermittelt werden.

⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016), S. 15-30.

Blasenbildungen zeigten keine Hinweise für den Aufbau von Preisblasen an den europäischen und amerikanischen Aktienmärkten.⁶

Der Ausschuss erörterte vor diesem Hintergrund regelmäßig die **Gefahren**, die mit **einer plötzlichen Abnahme der Risikobereitschaft** der Anleger beziehungsweise einem sprunghaften Anstieg des risikofreien Zinses verbunden sind. In der Folge könnte es zu einer abrupten Neubewertung der Preise von Finanzaktiva und zu erheblichen Belastungen der Bilanzen im Finanzsystem kommen. Der Ausschuss setzte sich mit mehreren möglichen Auslösern einer solchen Entwicklung auseinander. Hierzu zählen ein deutlich stärker als erwarteter Zinsanstieg in den USA, geopolitische Risiken, negative konjunkturelle Entwicklungen in wichtigen Volkswirtschaften wie China oder eine krisenhafte Zuspitzung der Lage in den Schwellenländern insgesamt. Er konstatierte dabei, dass strukturelle Veränderungen eine abrupte Neubewertung noch verstärken könnten. Dies betrifft insbesondere eine möglicherweise unzureichende Marktliquidität in Stressphasen, die Marktpreisveränderungen verstärken und auf weitere Marktsegmente übertragen könnte. Banken haben ihr für die Marktliquidität wichtiges Angebot an Market-Maker-Aktivitäten in den vergangenen Jahren aufgrund regulatorischer wie auch marktgetriebener Entwicklungen tendenziell verringert. Die Folgen für die strukturelle Marktliquidität sind noch offen und Gegenstand verschiedener Untersuchungen.⁷

Sensibilität gegenüber Schwellenländerrisiken gestiegen

Angesichts der in den vergangenen Jahren zu beobachtenden **Zunahme finanzieller Risiken in den Schwellenländern** beschäftigte sich der Ausschuss wiederholt mit möglichen Ansteckungseffekten aus China auf das Finanzsystem und die Realwirtschaft in Deutschland. Im Zuge der akkommodierenden globalen Finanzierungsbedingungen und einer expansiv ausgerichteten Geld- und Fiskalpolitik ist die Verschuldung in den Schwellenländern in den vergangenen Jahren stark gestiegen, insbesondere im Unternehmenssektor. Der Anstieg der externen Finanzierungskosten im Zuge der Straffung der US-Geldpolitik und der im Vergleich zu den Industrieländern relativ verschlechterten Wachstumsaussichten hat die Bedienung dieser Schulden erschwert. Eine zusätzliche Belastung für die Schwellenländer resultiert aus der parallel erfolgten Abwertung nationaler Währungen gegenüber dem US-Dollar.

Im Vergleich zu früheren Krisenperioden sind die **Schwellenländer generell besser** auf eine Verschlechterung des finanziellen Umfelds **vorbereitet**. Die Verbreitung flexibler Wechselkursregime, verbesserte Auslandspositionen und erhebliche Währungsreserven haben die Widerstandsfähigkeit deutlich gestärkt. Allerdings sind die Schwellenländer mit Blick auf die gestiegene Bedeutung kurzfristig orientierter internationaler Investoren möglicherweise einem höheren Risiko eines Stopps oder gar einer Umkehr der Kapitalzuflüsse ausgesetzt.

⁶ Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank (2015b), S. 21.

⁷ Vgl.: Committee on the Global Financial System (2014) und Committee on the Global Financial System (2016).



Die gestiegene Sensibilität der Investoren gegenüber Risiken in den Schwellenländern schlug sich im Sommer 2015 in erheblichen Spannungen an den internationalen Finanzmärkten nieder. Die bereits bestehenden **Sorgen über die weiteren Wachstumsperspektiven Chinas** (Schaubild 2.1.2) wurden verstärkt durch massive Kurskorrekturen an den zuvor anscheinend teilweise spekulativ getriebenen chinesischen Festlandbörsen. Der Aktienmarkt in China hat eine eher geringe Bedeutung für die Finanzierung der Unternehmen und eignet sich aufgrund struktureller Besonderheiten kaum als zuverlässiger Indikator für die weitere wirtschaftliche Entwicklung des Landes. Dennoch kam es zu erheblichen Ansteckungseffekten auf den weltweiten Finanzmärkten. Im Zuge der massiven Kurskorrekturen am chinesischen Aktienmarkt stieg der Volatilitätsindex VIX zwischenzeitlich auf den höchsten Stand seit der europäischen Schuldenkrise im Herbst 2011.⁸ Zahlreiche Schwellenländer gerieten in dieser Phase unter massiven Druck der Finanzmärkte und mussten starke Abwertungen ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar, Abflüsse von Portfolioinvestitionen und eine deutliche Straffung der externen Finanzierungsbedingungen hinnehmen.

Vor diesem Hintergrund thematisierte der Ausschuss **mögliche Ansteckungsgefahren** eines sogenannten **Hard Landing der chinesischen Wirtschaft**. Aufgrund der mittlerweile erheblichen weltwirtschaftlichen Bedeutung Chinas würden Industrieländer eine dort eintretende Wachstumsverlangsamung über den Handelskanal deutlich spüren. So würden ein negativer Schock auf die Inlandsnachfrage in China und der daraus folgende Rückgang der dortigen Wirtschaftsleistung um bis zu 4% vom derzeit angelegten Pfad gemäß Modellsimulationen in Deutschland das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) gegenüber der Basislinie um ¼% reduzieren.⁹ Hierbei werden auch indirekte Handelseffekte über Drittstaaten auf Deutschland berücksichtigt. Die asiatischen Industriestaaten Japan und Südkorea wären von einem solchen Szenario noch deutlich stärker betroffen. Auch viele Schwellenländer mit engen Handelsverbindungen zu China würden einen von dort ausgehenden Nachfragerückgang merklich spüren. Dies gilt insbesondere für Rohstoffe exportierende Länder, die durch den Rückgang der Weltmarktpreise für diese Produktkategorie bereits mit erheblichen Belastungen konfrontiert sind. Die Simulationsrechnungen berücksichtigen jedoch nicht die Folgewirkungen von

⁸ Der CBOE Volatility Index (VIX) ist ein Index für die erwartete zukünftige Volatilität des amerikanischen Aktienindex S&P 500 und wird auch als Risikomaß für die weltweiten Finanzmärkte interpretiert.

⁹ Ergebnisse auf Basis von Simulationen mit NiGEM. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015a), S. 30 f.

Vertrauensverlusten an den internationalen Finanzmärkten, mit denen bei einem unerwarteten Einbruch der Wirtschaftsleistung in China zu rechnen wäre.

In China ist die Kreditvergabe an den nicht-finanziellen Sektor seit dem Jahr 2008 deutlich gestiegen (Schaubild 2.1.2). Aufgrund der noch geringen finanziellen Integration Chinas in das globale Finanzsystem sind die **direkten finanziellen Risiken für die meisten Länder** aber **vergleichsweise begrenzt**. Auch für Deutschland erscheinen die Risiken aus direkten finanziellen Forderungen des deutschen Finanzsystems gegenüber Kreditnehmern in China gegenwärtig als beherrschbar. Die Forderungen des deutschen Bankensystems gegenüber China beliefen sich Ende 2015 auf 30,9 Mrd € (**8%** des bilanziellen Eigenkapitals).¹⁰ Im Trend war in den vergangenen Jahren jedoch ein deutlicher Forderungsanstieg zu beobachten. Für den deutschen Versicherungssektor ergab eine Sonderabfrage der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf Konzernbasis mit einer Marktabdeckung von rund 80% für das vierte Quartal 2015 ein Engagement in China von 9 Mrd € (**0,46% der gesamten Kapitalanlagen**).¹¹ Risiken für das deutsche Finanzsystem könnten jedoch auch über Zweitrundeneffekte durch Forderungen gegenüber Kreditnehmern aus anderen, von einem Hard Landing Chinas besonders betroffenen Ländern entstehen.

Unsicherheiten über politischen Kurs Griechenlands ohne größere Ansteckungseffekte

Des Weiteren setzte sich der Ausschuss mit der **Lage in Griechenland** auseinander. Von dort strahlten in der ersten Jahreshälfte 2015 erneut größere Unsicherheiten auf das internationale Finanzsystem aus. Im Zuge der innenpolitischen Turbulenzen und adversen wirtschaftlichen Entwicklung kam es zwischenzeitlich zu Zweifeln am weiteren Verbleib Griechenlands im Euro-Raum. Diese Unsicherheiten erreichten Mitte 2015 ihren Höhepunkt und zogen erhebliche Kapitalabflüsse und eine deutliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen nach sich. Griechenland sah sich gezwungen, zur Stabilisierung der Situation Kapitalverkehrskontrollen einzuführen.

Der Ausschuss stellte jedoch **nur moderate Ansteckungseffekte** auf die europäischen Finanzmärkte fest. Die Marktteilnehmer schienen Griechenland zunehmend als Sonderfall zu betrachten. Die Staatsanleihen anderer von der Krise betroffenen Länder vollzogen den Renditeanstieg griechischer Anleihen nur sehr eingeschränkt nach. Auch der Bankensektor zeigte sich aufgrund der deutlich reduzierten Forderungen gegenüber Griechenland als relativ immun. Für den Fall eines Ausfalls Griechenlands erwartete der Ausschuss folglich nur geringe direkte Auswirkungen auf das deutsche Finanzsystem. Gleichzeitig bestand aber eine hohe Unsicherheit bezüglich möglicher indirekter Effekte.

Mit der Einigung auf ein drittes Hilfsprogramm im August 2015 stabilisierte sich vorerst die Lage in Griechenland. Insgesamt bleibt das Risiko für eine erneute Zuspitzung der

¹⁰ Daten auf Basis des letztlichen Risikoträgers. Beim letztlichen Risiko (Ultimate Risk) werden risikomindernde Positionen (z. B. Garantien und erworbene Kreditabsicherungen) berücksichtigt, die das Kreditrisiko einer Bank von einer Gegenpartei an eine andere übertragen.

¹¹ Einschließlich indirekter Kapitalanlagen über Fonds.

europäischen Schuldenkrise allerdings bestehen, solange die tieferliegenden Ursachen nicht beseitigt werden. Hierzu zählen insbesondere die **Bewältigung der Strukturprobleme** und der **Abbau der privaten und öffentlichen Schuldenüberhänge** in einigen Ländern. Die mangelnde Entschlossenheit auch im Zuge gestiegener politischer Risiken, diese wirtschaftspolitischen Probleme umfassend anzugehen, erschwert es diesen Ländern, auf einen soliden Wachstumspfad zu gelangen und so die aus der europäischen Schuldenkrise fortbestehenden Finanzstabilitätsrisiken nachhaltig zu verringern.

Quellenverzeichnis

Committee on the Global Financial System (2014), Market-making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications, CGFS Paper No 52, November 2014.

Committee on the Global Financial System (2016), Fixed Income Market Liquidity, CGFS Paper No 55, Januar 2016.

Deutsche Bundesbank (2015a), Monatsbericht, Juli 2015.

Deutsche Bundesbank (2015b), Finanzstabilitätsbericht, November 2015.

Deutsche Bundesbank (2016), Monatsbericht, April 2016.

2.2 Risiken im Bankensektor

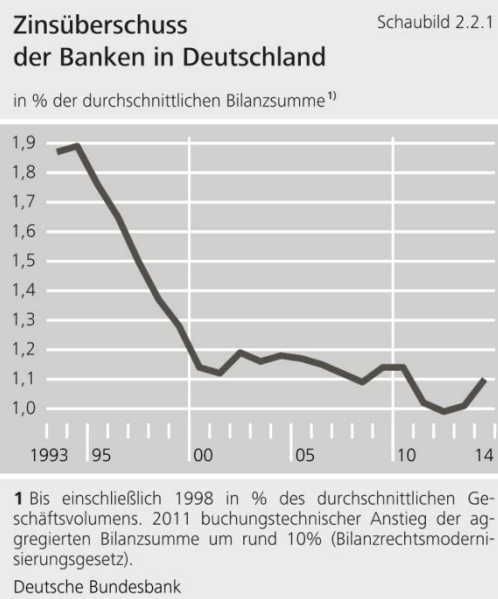
Ertragslage im Niedrigzinsumfeld weiter unter Druck

Der Ausschuss befasste sich eingehend mit der Stabilitätslage im deutschen Bankensektor. Die Zinsspanne der deutschen Banken ist bereits seit einigen Jahrzehnten rückläufig (Schaubild 2.2.1). Sie ist definiert als das Verhältnis zwischen dem Zinsüberschuss, der wichtigsten Ertragsquelle deutscher Banken, und dem bilanziellen Geschäftsvolumen. Ein intensiverer Wettbewerb durch Nichtbanken und internationale Banken sowie höhere regulatorische Anforderungen und steigende IT-Aufwendungen haben die Institute in den letzten Jahren zusätzlich unter Druck gesetzt.¹²

Am aktuellen Rand schränken darüber hinaus der anhaltend schwache Preisauftrieb im Euro-Raum und das damit verbundene Niedrigzinsumfeld die Ertragsmöglichkeiten der Kreditinstitute durch Fristentransformation ein und wirken sich negativ auf das Zinsergebnis aus. Bislang sind die Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds auf die Ertragslage der deutschen Banken aber noch begrenzt. Der Zinsüberschuss hat sich im Jahr 2014 sogar leicht erholt (Schaubild 2.2.1). Dies war vor allem auf eine Ausweitung der Kreditvergabe sowie auf eine Verlängerung der Laufzeiten – und die damit einhergehende höhere Verzinsung – im Kreditgeschäft zurückzuführen.¹³

Um Finanzstabilitätsrisiken aus dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld näher zu untersuchen, führten die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Bundesbank im Jahr 2015 eine Umfrage zum Niedrigzinsumfeld durch. Diese stellte eine Neuauflage einer im dritten Quartal 2013 bereits einmal durchgeführten Umfrage dar. Teilnehmer dieser Umfrage waren die von der BaFin und der Bundesbank unmittelbar beaufsichtigten Kreditinstitute (Less Significant Institutions: LSIs). Laut Plan-/Prognosezahlen der Institute haben sich die **Gewinnaussichten** seit der Umfrage aus dem Jahr 2013 **weiter eingetrübt**. Die Institute erwarten bis zum Jahr 2019 einen deutlichen Rückgang des Ergebnisses vor Steuern, verursacht vor allem durch das schwache Zinsergebnis.

In den letzten Jahren stellte das **Bewertungsergebnis** einen wichtigen Stützpfeiler des Jahresergebnisses der Institute dar. Zwei wesentliche Faktoren haben dazu beigetragen: Erstens waren die Insolvenzraten in Deutschland in den letzten Jahren im historischen Vergleich sehr niedrig. Dabei dürfte die solide Entwicklung der deutschen Wirtschaft eine wichtige Rolle gespielt haben. Zweitens haben die Institute in den letzten Jahren weniger stille Vorsorgereserven gemäß § 340 f Handelsgesetzbuch (HGB) gebildet beziehungsweise



¹² Vgl.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), Kapitel 5.

¹³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015a), S. 33.



diese in den Jahren 2012 bis 2014 sogar aufgelöst und in offene Vorsorgereserven gemäß § 340 g HGB umgewidmet, um ihre regulatorischen Eigenkapitalquoten zu erhöhen (Schaubild 2.2.2).¹⁴ Gemäß der Umfrage zum Niedrigzinsumfeld planen die beteiligten Institute, für die kommenden Jahre keine weiteren stillen Vorsorgereserven zu bilden und rechnen mit einem deutlichen Anstieg der Abschreibungen und Wertberichtigungen.

Es fällt den deutschen Banken nach wie vor schwer, ihre **Kosten** zu reduzieren. Zwar rechnen die Kreditinstitute für die Jahre 2015 bis 2019 insgesamt mit einem nur moderaten Anstieg des Verwaltungsaufwands. Unter Berücksichtigung kommender Tarifierhöhungen, steigender Sachkosten und des durch das Niedrigzinsumfeld getriebenen Anstiegs barwertiger Pensionsrückstellungen erscheint diese Prognose bei einigen Instituten aber zu optimistisch.

Die Ertragskennzahlen der zehn großen, international tätigen deutschen Banken, die Konzernabschlüsse auf IFRS-Basis veröffentlichen, wurden im Jahr 2015 vor allem durch das schlechte Ergebnis eines großen Instituts beeinflusst.¹⁵ So

brach der Gewinn vor Steuern der gesamten Gruppe dieser Banken im Jahr 2015 um 75% ein und ließ die Gesamtkapitalrendite, das Jahresergebnis vor Steuern im Verhältnis zur Bilanzsumme, mit 0,05% erheblich niedriger ausfallen als im Vorjahr. Allerdings verzeichnete die Gruppe der Banken ohne jenes große Institut einen Anstieg des Ergebnisses vor Steuern um 43% und damit eine deutlich **gestiegene Gesamtkapitalrendite**, die mit 0,35% **im internationalen Vergleich aber nach wie vor niedrig** ausfällt. Gemessen an der im Trend rückläufigen Bilanzsumme sind die operativen Erträge der zehn großen, international tätigen deutschen Banken seit dem Jahr 2012 stetig gestiegen. Auf der Kostenseite profitierten die Banken von einer guten Kreditportfolioqualität. So erreichte das Verhältnis der Aufwendungen für die Kreditrisikovorsorge zur Bilanzsumme im Beobachtungszeitraum den niedrigsten Stand seit dem Jahr 2008. Hingegen ist es den Banken in der Summe nicht gelungen, ihren Verwaltungsaufwand zu senken. Dessen Relation zur Bilanzsumme stieg in den letzten Jahren stetig an.

Eine schwache Profitabilität von Banken muss nicht notwendigerweise mit erhöhten systemischen Risiken einhergehen. Sie schränkt aber die Möglichkeit ein, durch einbehaltenen Gewinne Eigenkapital aufzubauen und damit die Risikotragfähigkeit zu stärken. Zudem

¹⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2012), S. 27 f.

¹⁵ Bei Redaktionsschluss lagen die Ertragskennzahlen eines Instituts für das Jahr 2015 noch nicht vor. Daher werden im aktuellen Bericht die Ertragskennzahlen nur für zehn statt wie bei den bisherigen Berichten für 11 Institute vermeldet.

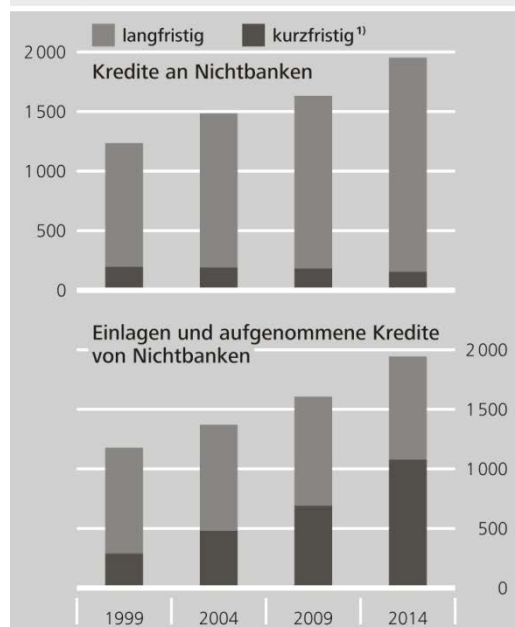
könnten Banken angesichts niedriger Gewinne verstärkt Risiken eingehen, um ihre Erträge zu stabilisieren. Der Ausschuss konstatierte, dass drei Faktoren die Ertragslage deutscher Banken in Zukunft besonders gefährden könnten: erstens die abnehmenden Gewinnmöglichkeiten im Niedrigzinsumfeld in Verbindung mit einer strukturellen Ertragsschwäche, zweitens eine Normalisierung der im historischen Vergleich sehr günstigen Bewertungsergebnisse sowie drittens weiter steigende Kosten. Der Ausschuss sah die Banken daher in der Pflicht, diesen Risiken bei der Gestaltung ihrer **Geschäftsmodelle** besondere Beachtung zu schenken. Auch die Bankenaufsicht überprüft verstärkt deren Nachhaltigkeit.

Risikoübernahme gestiegen

Bislang wirkt sich das Niedrigzinsumfeld auf die Ertragslage der deutschen Kreditwirtschaft nur begrenzt aus. Vor allem kleinere und mittlere Institute wie Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die Adressaten der Niedrigzinsumfeld-Umfrage waren, haben ihren Zinsüberschuss stabilisiert, indem sie das Volumen im Kreditgeschäft erhöhten, verstärkt Fristentransformation betrieben und dabei **höhere Zinsänderungsrisiken** eingingen. So sind beispielsweise in den Jahren 2009 bis 2014 das Volumen der vergebenen Kredite an Nichtbanken sowie die Einlagen und aufgenommenen Kredite von Nichtbanken um rund 20% beziehungsweise 21% gestiegen. Dabei haben sich die Laufzeiten der Kredite auf der Aktivseite etwas verlängert, während auf der Passivseite eine Laufzeitenverkürzung stattgefunden hat. Die Veränderung der Laufzeiten in den Bankbilanzen stellt die Fortsetzung eines langfristigen Trends dar, der sich im Niedrigzinsumfeld weiter beschleunigte (Schaubild 2.2.3). Hinsichtlich der Kreditrisiken kann bislang aber keine Absenkung der Kreditvergabe-standards beobachtet werden.

Einlagen- und Kreditgeschäft Schaubild 2.2.3
der Sparkassen, Kreditgenossenschaften
und Regionalbanken

in Mrd €, Jahresdurchschnitte



1 Die kurzfristigen Kredite an Nichtbanken haben eine Laufzeit bis zu einem Jahr. Bei den kurzfristigen Einlagen und aufgenommenen Krediten von Nichtbanken handelt es sich um Sichteinlagen.

Deutsche Bundesbank

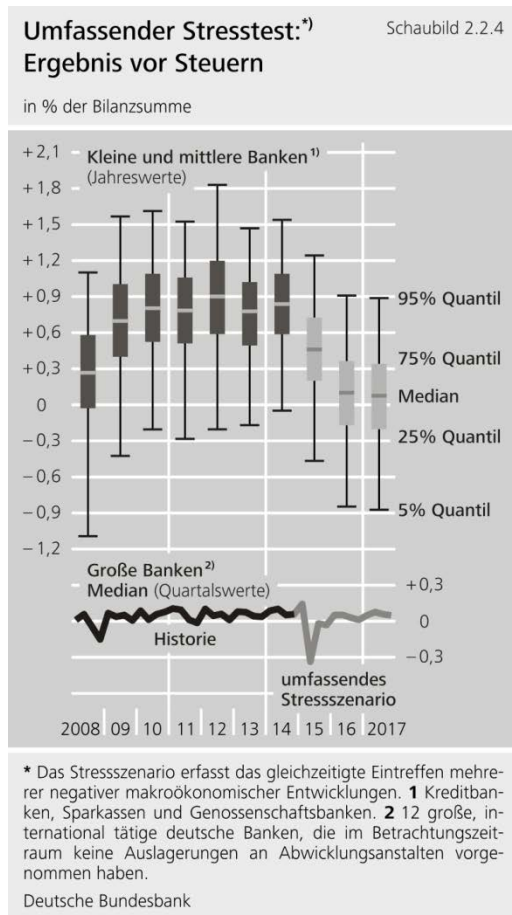
Die Umfrage zum Niedrigzinsumfeld weist zudem auf eine leicht erhöhte Risikoübernahme bei Wertpapieren der Liquiditätsreserve hin. Die Kreditinstitute haben in den Jahren 2011 bis 2014 im Aggregat die durchschnittlichen Restlaufzeiten ausgeweitet und risikoreichere Anlagen getätigt. Beide Entwicklungen bringen ein **erhöhtes Marktwertisiko** mit sich.

Der Ausschuss nahm die erhöhten Zinsänderungsrisiken sowie die steigende Risikoübernahme im Eigengeschäft der deutschen Banken zur Kenntnis. Insgesamt stellte er keine erhöhten Risiken für die Finanzstabilität fest, betonte aber die Notwendigkeit, die Entwicklungen weiter genau zu beobachten.

Risikotragfähigkeit insgesamt weiter hoch

Trotz sich eintrübender Ertragsaussichten bleibt die Widerstandsfähigkeit deutscher Kreditinstitute gegenüber makroökonomischen Schocks hoch. Allerdings weisen die Institute beträchtliche Unterschiede hinsichtlich ihrer Kapitalquoten und der Verfügbarkeit stiller Reserven und Netto-Kursreserven auf. Eine begrenzte Anzahl von Instituten könnte daher bei einer starken Rezession durchaus in Schieflage kommen.

Die deutschen Kreditinstitute haben im Berichtszeitraum ihre **Risikotragfähigkeit weiter erhöht**. Dies geschah nicht zuletzt unter dem Anpassungsdruck der strengeren Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften des neuen Basel III-Rahmenwerks. So stieg die Kernkapitalquote der Sparkassen und Genossenschaften gegenüber dem Vorjahr um 0,74 beziehungsweise 0,57 Prozentpunkte und lag im September 2015 bei 14,97% beziehungsweise 14,11%. Im gleichen Zeitraum stieg die Kernkapitalquote der 12 großen, international tätigen deutschen Banken um 0,38 Prozentpunkte auf 14,82%. Bei den großen Banken ist der Anstieg zum Großteil auf die Ausgabe von Instrumenten des zusätzlichen Kernkapitals (Additional Tier 1: AT1) zurückzuführen; zugleich haben die 12 großen Banken risikogewichtete Aktiva (RWA) abgebaut. Demgegenüber bauten Sparkassen ihre Kernkapitalquote überwiegend durch Gewinnthesaurierung auf, was zu einer Stärkung des harten Kernkapitals (Common Equity Tier 1: CET1) führte.



Die **anhaltend fragile Ertragslage** schränkt die Möglichkeiten der deutschen Banken jedoch zunehmend ein, ihre Risikotragfähigkeit durch Gewinneinbehaltung zu stärken. Ebenso könnte es den Instituten zunehmend schwer fallen, neues Kapital aufzunehmen. So sind die Preise der von Banken ausgegebenen sogenannten Contingent-Convertible-Bonds (CoCos)¹⁶ seit Anfang 2016 weltweit stark gesunken. Der Ausschuss sah angesichts dieser Entwicklungen und der bevorstehenden letzten Stufen des Basel III-Rahmenwerks die Banken in der Pflicht, ihre Ertragslage nachhaltig zu stabilisieren und ihre Risikotragfähigkeit weiter zu stärken.

Der Ausschuss diskutierte im Berichtszeitraum auch die Ergebnisse eines **umfassenden Makrostresstests** für das deutsche Bankensystem.¹⁷ Mit diesem wurde die

¹⁶ CoCos sind Schuldverschreibungen, die von Banken ausgegeben und beim Eintreten zuvor festgelegter Verlustkriterien (Trigger) in haftendes Eigenkapital umgewandelt oder in ihrem Wert herabgesetzt werden. Unter bestimmten Voraussetzungen werden CoCos in der Bankenregulierung als zusätzliches Kernkapital anerkannt.

¹⁷ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015), S. 14 sowie Deutsche Bundesbank (2015a), S. 35-38 zur genauen Ausgestaltung des Stresstests.

Widerstandsfähigkeit der deutschen Banken bei einem zeitgleichen Auftreten mehrerer exogener Schocks über einen Horizont von drei Jahren (2015 bis 2017) untersucht.

Den Ergebnissen des Makrostresstests zufolge fällt der durchschnittliche Jahresüberschuss der kleinen und mittelgroßen Banken im unterstellten Stressszenario deutlich (Schaubild 2.2.4). Bei fast der Hälfte der Institute wird das Vorsteuerergebnis negativ. Auch die großen Banken müssen deutliche Verluste verkraften, die sogar die des Krisenjahrs 2008 übersteigen. Der Gewinneinbruch entsteht maßgeblich durch Einbußen im Handelsgeschäft sowie durch einen Anstieg der Wertberichtigungen im Kreditgeschäft. Aufgrund der **guten Kapitalisierung** gerät aber keines der großen Institute in eine Schieflage.

Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu beachten, dass die verwendeten Stresstestmodelle die Stabilität der Banken nicht im Detail abschätzen können, da nicht alle Risiken, die in einer schweren Rezession auftreten, prognostizierbar sind. Insbesondere bleiben **Rückkopplungseffekte** zwischen dem Banken- und dem realen Sektor **unberücksichtigt**. So kann etwa ein Schock im realen Sektor die Kreditvergabe einschränken, was den Konjunkturabschwung weiter verschärfen würde. Dies kann wiederum weitere negative Auswirkungen auf den Bankensektor haben. Aus diesen Gründen kam der Ausschuss zu dem Schluss, dass die Belastungen in einem solchen extremen Szenario noch stärker ausfallen könnten, als die Ergebnisse des Stresstests nahelegen.

Bausparkassen ebenfalls unter Druck

Auf der Tagesordnung des Ausschusses standen des Weiteren die aktuelle Risikolage im Bausparkassensektor sowie mögliche Handlungsoptionen. Aufgrund ihres Geschäftsmodells sind Bausparkassen in besonderer Weise von einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld betroffen. Bausparern wird bei Abschluss des Bausparvertrages ein fester Einlagenzins zugesichert. Dieser liegt bei Altverträgen häufig oberhalb der aktuellen Zinsen, zu denen die Bausparkassen die Einlagen anlegen können.¹⁸

Im Mittelpunkt der Diskussion standen die Ergebnisse einer bankaufsichtlichen Umfrage aus dem Sommer 2015. Diese machte deutlich, dass ein mittel- oder langfristiges Andauern des Niedrigzinsumfelds die **Ertragslage** der Bausparkassen **erheblich belasten** könnte.

Die Umfrage thematisierte auch, wie sich die zu diesem Zeitpunkt geplante **Novelle des Bausparkassengesetzes** hinsichtlich einer **flexibleren Verwendung des „Fonds zur bauspartechnischen Absicherung“ (FbtA) auf die Risikolage der Bausparkassen auswirken** würde. Der ursprüngliche Zweck dieses Sonderpostens besteht darin, auch in Zeiten knapper kollektiver Liquidität mangels neuer Bauspareinlagen eine hinreichend zügige Zuteilung von Bauspardarlehen zu gewährleisten. Durch die Gesetzesänderung soll der FbtA auch dazu beitragen, die für den nachhaltigen Betrieb des Bauspargeschäfts erforderliche Zinsspanne abzusichern.¹⁹

¹⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015a), S. 38-39.

¹⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015c).

Die bankaufsichtliche Umfrage ergab, dass die Regelungen zur flexibleren Verwendungsmöglichkeit des FbtA helfen könnten, die Risikosituation der Bausparkassen zu verbessern. Mit Verabschiedung der Novelle durch den Bundestag im Dezember 2015 wurde die Neuregelung des FbtA in das Bausparkassengesetz aufgenommen. Zusammen mit weiteren **Gesetzesanpassungen** soll dies dafür sorgen, dass die Bausparkassen besser auf die veränderten Rahmenbedingungen und die Auswirkungen des anhaltenden Niedrigzinsumfelds reagieren können.

Der Ausschuss betonte in diesem Zusammenhang die **Notwendigkeit einer engen institutsspezifischen Analyse** durch die laufende Aufsicht. Das Ergreifen spezieller makroprudenzieller Maßnahmen im Bausparkassensektor hielt er allerdings nicht für erforderlich.

Arbeiten zu makroprudenziellen Instrumenten weiter vorangeschritten

Kapitalpuffer für global systemrelevante Institute

Der Ausschuss befasste sich im Berichtszeitraum mit dem **Kapitalpuffer für global systemrelevante Banken** (Global Systemically Important Banks: G-SIBs). Dieser makroprudenzielle Kapitalpuffer kann seit Anfang 2016 angeordnet werden. In Deutschland legt die BaFin im Einvernehmen mit der Bundesbank fest, welche Institute als global systemrelevant eingestuft werden.²⁰ Die Liste aller G-SIBs wird jährlich vom Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) veröffentlicht.²¹

Kapitalpuffer für anderweitig systemrelevante Institute

Der Ausschuss befasste sich im Berichtszeitraum zudem mit den Folgearbeiten zum **Kapitalpuffer für systemrelevante Banken auf nationaler Ebene**.²² Dieser makroprudenzielle Kapitalpuffer kann ebenfalls seit Anfang 2016 angeordnet werden. Die in Deutschland gemäß § 10 g des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) unter Berücksichtigung der einschlägigen Leitlinien der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) hiervon betroffenen „**anderweitig systemrelevanten Institute (A-SRI)**“ werden **jährlich von der BaFin im Einvernehmen mit der Bundesbank bestimmt**. Grundlage hierfür ist eine Methode, die zugleich Bestandteil der Identifizierung „**potenziell systemgefährdender Institute (PSI)**“²³ ist. Sie wird damit sowohl mikro- als auch makroprudenziellen Zielsetzungen gerecht. Der Ausschuss befasste sich mit der finalen Methode zur Identifizierung von A-SRI, nachdem die im Jahr 2014 vorgelegte vorläufige

²⁰ Maßgeblich hierfür sind § 10 f KWG sowie die Delegierte Verordnung (EU) Nr. 1222/2014. Aktuell ist nur die Deutsche Bank als G-SIB eingestuft. Sie muss seit dem 1. Januar 2016 einen zusätzlichen G-SIB-Puffer i.H.v. 0,5% der risikogewichteten Aktiva vorhalten, der bis zum Jahr 2019 schrittweise auf 2% erhöht wird.

²¹ Die Liste ist verfügbar unter <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2015-update-of-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>

²² Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015), S. 17-19.

²³ Ein Institut ist nach § 20 Abs. 1 S. 3 des Gesetzes zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (SAG) „potenziell systemgefährdend“, wenn es ein global systemrelevantes Institut nach § 10 f KWG oder ein anderweitig systemrelevantes Institut nach § 10 g KWG ist oder wenn für dieses Institut keine vereinfachten Anforderungen für die Sanierungsplanung gemäß der Kriterien nach § 19 Abs. 2 SAG festgesetzt werden können.

Methode unter Berücksichtigung der im Januar 2015 in Kraft getretenen EBA-Leitlinie sowie aktualisierter Daten nochmals überarbeitet worden war.

Die Bestimmung der A-SRI erfolgt in zwei Stufen: Zunächst wird ein von der EBA entwickeltes einheitliches Scoringmodell mit verpflichtenden Indikatoren der Kategorien „Größe“, „Verflechtung“, „Komplexität“ sowie „Ersetzbarkeit“ angewendet. Alle Institute, die über einem bestimmten Schwellenwert liegen, werden automatisch als A-SRI klassifiziert. In einer zweiten Stufe werden mittels aufsichtlichen Ermessens innerhalb der von der EBA vorgesehenen Ermessensspielräume spezielle Merkmale des deutschen Bankensystems berücksichtigt und entsprechende von der EBA als optional vorgegebene Indikatoren ergänzt. Zusätzlich werden Aspekte wie Strukturkennzahlen (z. B. Marktanteile im Kreditgeschäft) oder der potenzielle Systemverlust bei Ausfall eines Instituts mit einbezogen.

Die BaFin hat im Einvernehmen mit der Bundesbank **16 Institute als anderweitig systemrelevant bestimmt**. Diese Institute müssen zukünftig zusätzliches hartes Kernkapital (CET1) als Bestandteil der regulatorisch geforderten Eigenmittelausstattung vorhalten. Hierzu erfolgt eine Einteilung der Institute in vier Kapitalpufferklassen, die in Abhängigkeit vom Grad ihrer Systemrelevanz definiert werden. Diesen Klassen werden gestaffelte Kapitalpuffer in Höhe von 0,5% bis 2% des Gesamtrisikobetrags zugeordnet. Der Abgrenzung der A-SRI sowie der Zuordnung der Kapitalpuffer lagen Analysen der Bundesbank zugrunde.

Im Dezember 2015 informierte die BaFin als zuständige Behörde den Ausschuss über ihre Entscheidung, die **A-SRI-Puffer ab Januar 2017** bis zum Januar 2019 proportional steigend **einzuführen**. Die BaFin berücksichtigte dabei die institutsspezifische Leistungsfähigkeit der Institute, den A-SRI-Kapitalpuffer im Rahmen der Gesamtkapitalanforderung zu erfüllen sowie Untersuchungen zum Zusammenspiel der verschiedenen mikro- und makroprudenziellen Kapitalpuffer. Die zusätzlichen Kapitalpuffer sollen die Widerstandsfähigkeit der A-SRI stärken und einen Anreiz für die Institute setzen, ihre Systemrelevanz zu verringern.

Der Ausschuss nahm den von der BaFin und der Bundesbank bestimmten Kreis der als A-SRI designierten Institute und die von der BaFin festgelegte Höhe der A-SRI-Puffer zur Kenntnis. Die BaFin informierte zudem die EZB, die EBA, den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), die EU-Kommission sowie die zuständigen Aufsichtsbehörden betroffener Mitgliedstaaten über die beabsichtigte Benennung der A-SRI und die jeweilige Pufferbelegung. Die betroffenen Institute wurden benachrichtigt, die **Institutsliste** sowie die **Grundzüge der Methodik** zur Bestimmung der A-SRI von der BaFin veröffentlicht.²⁴

Die BaFin und die Bundesbank werden den Ausschuss jährlich über die als A-SRI benannten Institute und die jeweilige Pufferbelegung informieren.

²⁴Vgl.: http://www.bafin.de/DE/DatenDokumente/Datenbanken/ASRI/anderweitig_systemrelevante_Institute.html
Die Liste aller europäischen A-SRI wurde von der EBA veröffentlicht. Sie ist verfügbar unter <http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/other-systemically-important-institutions-o-siis-/2015>

Antizyklischer Kapitalpuffer

Der Ausschuss beschäftigte sich im Berichtszeitraum zudem mit dem **antizyklischen Kapitalpuffer** (Countercyclical Capital Buffer: CCB). Der CCB ist ein makroprudenzielles Instrument für den Bankensektor, dessen Anwendung in § 10 d KWG geregelt ist. Mit ihm sollen **Risiken aus übermäßiger Kreditvergabe** an den privaten nichtfinanziellen Sektor reduziert werden. Phasen übermäßiger Kreditvergabe sind aus Finanzstabilitätssicht besonders kritisch zu sehen. Ist die Kreditvergabe relativ zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu hoch, kann dies ein Zeichen sein, dass Risiken nicht adäquat berücksichtigt werden.

Mit dem CCB kann in Zeiten übermäßigen Kreditwachstums von der BaFin ein zusätzlicher Kapitalpuffer festgelegt werden. Dies stärkt die Widerstandsfähigkeit der Institute. In Stresssituationen können sie den CCB zur Verlustabsorption nutzen. Damit soll vermieden werden, dass Banken ihre Kreditvergabe prozyklisch einschränken, um über ausreichend Eigenkapital zur Deckung von Verlusten zu verfügen. Als positiver Nebeneffekt kann der CCB die übermäßige Kreditvergabe dämpfen, wenn Institute ihre gestiegenen Eigenkapitalkosten über höhere Kreditzinsen an die Kreditnehmer weitergeben.

Seit Anfang 2016 entscheidet die BaFin vierteljährlich über die Höhe des deutschen CCB. Die Bundesbank erstellt hierfür Analysen auf Basis eines Indikatorensets.²⁵ Die Festlegung des CCB folgt dem Prinzip des regelgeleiteten Ermessens. Dabei wird anhand der Kredit/Bruttoinlandsprodukt-Lücke²⁶ ein Pufferrichtwert berechnet (regelgebundene Komponente). Mithilfe weiterer Indikatoren wird überprüft, ob der ermittelte Pufferrichtwert nach oben oder unten angepasst werden sollte (diskretionäre Komponente). Sofern erforderlich kann der Ausschuss Empfehlungen zu einer angemessenen CCB-Quote aussprechen. Die BaFin bindet bei der Festlegung der CCB-Quote für das deutsche Finanzsystem gemäß der SSM-Verordnung²⁷ die EZB ein.

Der Ausschuss beriet über die von der BaFin beabsichtigte CCB-Quote in Höhe von 0% für das erste beziehungsweise zweite Quartal 2016 und bewertete diese als angemessen.

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Zweiter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2015.

Deutsche Bundesbank (2012), Monatsbericht, September 2012.

Deutsche Bundesbank (2015a), Finanzstabilitätsbericht, November 2015.

²⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015b).

²⁶ Die Kredit/BIP-Lücke ist definiert als Abweichung der Kredit/BIP-Relation von ihrem langfristigen Trend.

²⁷ Vgl.: Artikel 5, Abs. 1 Verordnung (EU) Nr. 1024/ 2013.

Deutsche Bundesbank (2015b), Operationalisierung des antizyklischen Kapitalpuffers in Deutschland, November 2015.

Deutsche Bundesbank (2015c), Schriftliche Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 23. November 2015 zum Entwurf eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Gesetzes über Bausparkassen (BT-Drucksache 18/6418), November 2015.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), Jahresgutachten 2013/14, Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik, November 2013.

2.3 Risiken bei Lebensversicherern und Altersvorsorgeeinrichtungen

Versicherer erfüllen eine für die Finanzstabilität kritische Funktion, weil sie Unternehmen, Finanzinstitute, private Haushalte und staatliche Stellen gegen finanzielle Risiken absichern. Ein Ausfall dieser kritischen Funktion träge die Realwirtschaft unmittelbar. Zugleich sind Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen als Investoren an den Kapitalmärkten tätig. Sie verwalteten im vierten Quartal 2015 mit rund 2,4 Billionen € gut **17% der finanziellen Aktiva** in Deutschland. Die Finanzaktiva aller Finanzintermediäre beliefen sich auf 13,9 Billionen €. Dies entsprach rund 460% des deutschen Bruttoinlandsprodukts (BIP).²⁸

Darüber hinaus spielen Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen eine wichtige Rolle bei den Verflechtungen der Intermediäre untereinander. Versicherer und Altersvorsorgeeinrichtungen können beispielsweise von Solvenzproblemen im Bankensektor angesteckt werden. Denkbar ist aber auch, dass sie selbst Risiken auf das übrige Finanzsystem übertragen. Über die Hälfte der gegenseitigen Forderungen aller Intermediäre des deutschen Finanzsystems entfällt auf Investmentfonds. Insbesondere Versicherer und Pensionseinrichtungen sind dort engagiert. Die zweitgrößte Rolle bei den intersektoralen Verflechtungen spielen Forderungen anderer Finanzintermediäre gegenüber Banken. Hiervon halten Versicherer etwa die Hälfte.²⁹

Zinserträge deutscher Lebensversicherer weiter rückläufig

Wie in den Vorjahren hat sich der Ausschuss auch im Berichtszeitraum mehrfach mit der Lage des deutschen Lebensversicherungssektors auseinandergesetzt. Die Risikolage und Risikotragfähigkeit deutscher Lebensversicherer wurden von zwei Entwicklungen geprägt: Einerseits haben die weiterhin **rückläufigen Kapitalmarktzinsen** die Geschäftsentwicklung belastet. Die Zinserträge aus den Kapitalanlagen gingen schneller zurück als die Zinsaufwendungen für die mit den Versicherten abgeschlossenen langfristigen Verträge. Andererseits entlastete das im August 2014 in Kraft getretene **Lebensversicherungsreformgesetz** (LVRG) die Unternehmen, da es zu geringeren Mittelabflüssen führt und so die Risikotragfähigkeit stärkt.

Im Gegensatz zu Banken ist bei Versicherern die Laufzeit der Verbindlichkeiten deutlich länger als die Laufzeit der Aktiva. Für deutsche Lebensversicherer kommt erschwerend hinzu, dass sie in besonderem Maße **fixe Zinsgarantien** gegeben haben. Die Zinsverpflichtungen aus den Versicherungsbeständen sind dadurch noch immer hoch und gehen wegen der langen Laufzeit der Leistungsversprechen an die Kunden nur langsam zurück (Schaubild 2.3.1). Die Verzinsung, mit der die Verpflichtungen insgesamt zu bedienen sind (durchschnittlicher Rechnungszins), ist im Jahr 2015 um acht Basispunkte auf 2,97% zurückgegangen. Diese Entwicklung dürfte jedoch nicht ausreichen, um die Renditerückgänge bei den Kapitalanlagen zu kompensieren.

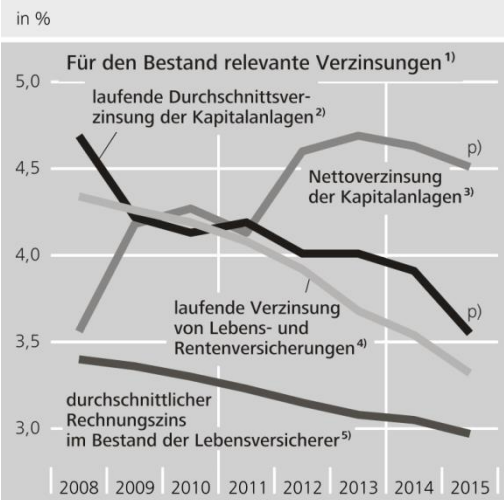
²⁸ Finanzintermediäre sind Banken, Versicherer, Altersvorsorgeeinrichtungen und der Schattenbankensektor.

²⁹ Intrasektorale Forderungen sind dabei nicht berücksichtigt. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015), S. 24 ff.

Ein Indikator zur **Ertragslage** der Lebensversicherer ist die Nettoverzinsung der Kapitalanlagen. Diese ist im Jahr 2015 leicht auf etwa 4,5% gesunken (nach 4,6% im Vorjahr). Aus diesen Werten kann jedoch nicht auf eine gute Ertragslage und günstige Ertragsperspektiven der Lebensversicherer geschlossen werden. Denn wie in den Vorjahren wurden im Jahr 2015 in hohem Umfang Bewertungsreserven realisiert, nicht zuletzt, um die Zinszusatzreserve³⁰ aufzubauen. Außerdem kam es bei im Bestand verbliebenen Wertpapieren zu Zuschreibungen. Beide Entwicklungen haben die Nettoverzinsung gestützt. Bewertungsgewinne sind allerdings nicht nachhaltig, da damit lediglich künftige Zinserträge vorgezogen werden. Ein Indikator, der nur laufende Erträge und Aufwendungen, aber keine Bewertungsgewinne berücksichtigt, ist die laufende Durchschnittsverzinsung der Kapitalanlagen. Diese sank in den vergangenen Jahren kontinuierlich und lag im Jahr 2015 bei unter 3,6% (nach circa 3,9% im Vorjahr) und damit knapp einen Prozentpunkt unterhalb der Nettoverzinsung.³¹

Schlüsselzinssätze der Lebensversicherer

Schaubild 2.3.1



Quellen: Assekurata, BaFin und eigene Berechnungen. **1** Sowohl die Nettoverzinsung als auch die laufende Durchschnittsverzinsung beziehen sich auf die gesamten Kapitalanlagen. Die laufende Verzinsung sowie der durchschnittliche Rechnungszins beziehen sich hingegen auf den Sparbeitrag bzw. die Deckungsrückstellung. **2** Nettoverzinsung, bereinigt um außerordentliche Erträge und Aufwendungen. **3** Kapitalanlageerträge abzüglich der Aufwendungen im Verhältnis zum mittleren Kapitalanlagebestand des Jahres. **4** Umfasst den Rechnungszins, Direktgutschriften und laufende Überschussbeteiligungen. **5** Durchschnitt der verschiedenen Tarifgenerationen mit unterschiedlichen Rechnungszinsen zum jeweiligen Abschlusszeitpunkt der Verträge. **p** Vorläufig.

Deutsche Bundesbank

Lebensversicherungsreformgesetz stärkt Risikotragfähigkeit

Mit Hilfe von Szenarioanalysen lassen sich die Auswirkungen adverser wirtschaftlicher Entwicklungen auf die Solvenz einzelner Versicherer analysieren. Aus Sicht der Finanzstabilität sind dabei insbesondere Entwicklungen von Bedeutung, die sich bei mehreren Versicherern gleichzeitig realisieren, den Versicherungssektor als Ganzes beeinträchtigen und Rückwirkungen auf andere Sektoren des Finanzsystems sowie die Realwirtschaft haben können.

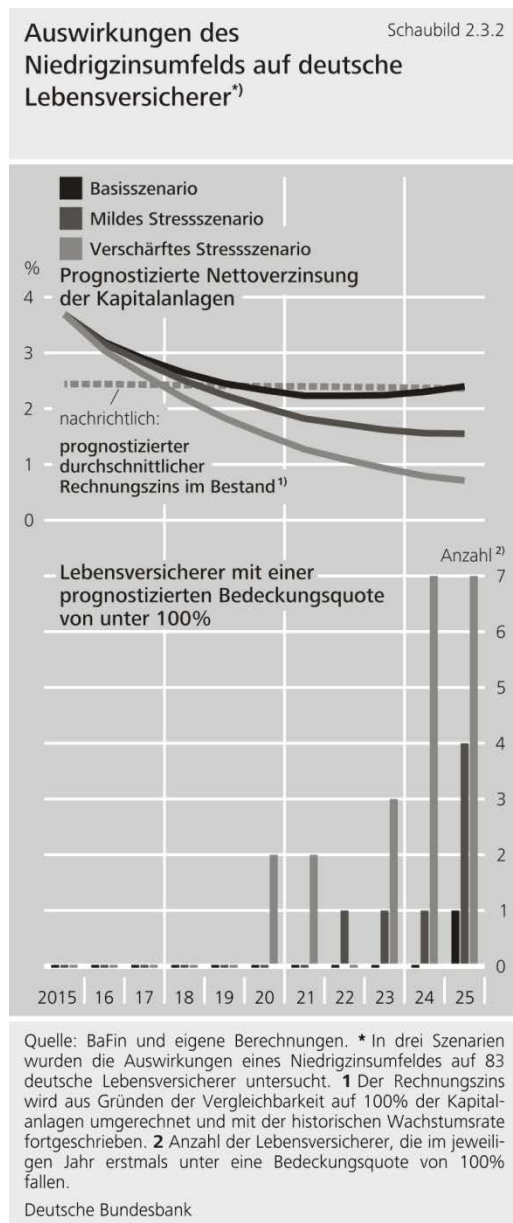
Auf Basis einer Szenarioanalyse der Bundesbank erörterte der Ausschuss die **Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds** auf deutsche Lebensversicherer. In der Szenarioanalyse wurden für den Prognosezeitraum 2015 bis 2025 drei Zinspfade erstellt und die jeweiligen Auswirkungen auf Erträge und Solvabilität der Lebensversicherer untersucht.³² Kern des Modells ist die Simulation der Bedeckungsquote, die das Verhältnis der Eigenmittel zu den regulatorischen Eigenmittelanforderungen beschreibt. Dabei beeinflussen vorrangig die erwirtschafteten Nettoerträge der Kapitalanlagen die Entwicklung der Eigenmittel. Diese

³⁰ Mit der im Jahr 2011 eingeführten Zinszusatzreserve werden sukzessive die Rückstellungen der Lebensversicherer erhöht. Damit stehen Finanzierungsmittel bereit, um die Zinsgarantien trotz niedrigerer Kapitalerträge erfüllen zu können.

³¹ Die Werte der Nettoverzinsung und der laufenden Durchschnittsverzinsung für das Jahr 2015 sind vorläufig. Zu den im Versicherungsgeschäft verwendeten Zinsbegriffen vgl.: Deutsche Bundesbank (2014b), S. 55.

³² Zur Methodik der Szenarioanalyse vgl.: Deutsche Bundesbank (2013), S. 75 ff. sowie A. Kablau und M. Weiß (2014).

wurden auf Basis des aktuellen Zinsniveaus mithilfe dreier Niedrigzinsszenarien simuliert. Grundlage der Szenarien ist die Rendite deutscher Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. Dieser wurden unternehmensspezifische Überrenditen in den Bereichen festverzinsliche Wertpapiere, nicht festverzinsliche Anlagen sowie Grundstücke und Immobilien hinzugefügt.



Die Ergebnisse der Szenarioanalyse sind in Schaubild 2.3.2 dargestellt. Im Basisszenario³³ erfüllt einer der 83 betrachteten Lebensversicherer, für die hinreichend Daten vorliegen, die Solvabilitätsanforderungen gemäß Solvency I im Jahr 2025 nicht mehr. Im milden Stressszenario weisen sieben Lebensversicherer eine Bedeckungsquote von unter 100% auf. Gemessen an den Bruttobeiträgen beträgt ihr Marktanteil rund 6%. Hierbei entsteht eine Kapitallücke von rund 1 Mrd € oder annähernd 2% der Eigenmittel aller untersuchten Lebensversicherer. Im verschärften Szenario weisen 21 Lebensversicherer eine Bedeckungsquote von unter 100% auf. Um in diesem Szenario für alle Lebensversicherer eine Bedeckungsquote von 100% im Jahr 2025 sicherzustellen, wären zusätzliche Eigenmittel in Höhe von 5,5 Mrd € erforderlich. Dies entspräche rund 10% der derzeit verfügbaren Eigenmittel.

Das im August 2014 in Kraft getretene LVRG zielt darauf ab, in einem fortgesetzten Niedrigzinsumfeld die langfristige Risikotragfähigkeit der deutschen Lebensversicherer zu stärken.³⁴ Das Gesetz begrenzt die Mittelabflüsse und erhöht dadurch die Kapitalreserven der Unternehmen. Ein wesentliches Element des LVRG ist die **Einschränkung der Beteiligung ausscheidender Versicherter an den Bewertungsreserven**. Seit Inkrafttreten des Gesetzes partizipieren Versicherte nur noch dann an den ihnen zugeordneten Bewertungsreserven aus festverzinslichen Wertpapieren, wenn die Bewertungsreserven den sogenannten Sicherungsbedarf³⁵ übersteigen.

³³ Zur genauen Ausgestaltung der verschiedenen Szenarien vgl.: Deutsche Bundesbank (2015), S. 47 ff.

³⁴ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014a) und Deutscher Bundestag (2014).

³⁵ Der Sicherungsbedarf ergibt sich aus dem Unterschied zwischen der Deckungsrückstellung inklusive der Zinszusatzreserve und dem Barwert der Verpflichtungen bei Abzinsung mit der zehnjährigen Null-Kupon-Euro-Swaprate. Er wurde erstmalig mit dem LVRG erfasst.

Die Bundesbank hat in ihrer Szenarioanalyse die Wirkung des LVRG untersucht. Ohne die Anpassungen bei der Beteiligung der Versicherungsnehmer an den Bewertungsreserven wären deutlich mehr Unternehmen vom Ausfall bedroht. So würden im Basisszenario drei weitere Unternehmen die Bedeckungsquote von 100% unterschreiten. In den beiden Stressszenarien wären es 11 beziehungsweise 18 zusätzliche Unternehmen.

Im Hinblick auf die Risikolage im deutschen Finanzsystem hielt der Ausschuss fest, dass insbesondere die anhaltend niedrigen Zinsen unverändert Ausgangspunkt vielfältiger potenzieller Problemlagen sein können. Er betonte die Notwendigkeit, die betroffenen Finanzmarktakteure weiterhin sorgfältig zu beobachten und aufsichtlich eng zu begleiten.³⁶

Auch Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung von niedrigen Zinsen betroffen

Auch Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) können für die Finanzstabilität relevant sein, weil sie unmittelbar mit den nichtfinanziellen Unternehmen vernetzt sind. Probleme in diesem Bereich können direkt auf die Realwirtschaft ausstrahlen, denn in der Regel haften die Arbeitgeber für die eingegangenen Verpflichtungen.

Ein lang anhaltendes Niedrigzinsumfeld trifft nicht nur Lebensversicherer im engeren Sinne; auch EbAV wie **Pensionskassen und Pensionsfonds** sind davon betroffen. Die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersvorsorge (European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA) hat im Berichtszeitraum einen europaweiten Stresstest bei EbAV durchgeführt.³⁷ Der Ausschuss befasste sich mit den Stresstest-Ergebnissen der deutschen EbAV und mit deren Risikolage im Allgemeinen.

Deutsche EbAV haben ein ähnliches Geschäftsmodell wie Lebensversicherer.³⁸ Sie gewähren einen Rechtsanspruch auf Leistungen, sodass die EbAV in der Regel das Anlagerisiko der Prämien tragen.³⁹ Wie bei Lebensversicherern haben die (festverzinslichen) Kapitalanlagen eine deutlich kürzere Laufzeit als die Verbindlichkeiten. Diese unterschiedlichen Laufzeiten auf der Aktiv- und Passivseite führen zu Zinsrisiken. Anders als bei Lebensversicherern können Schieflogen unmittelbar die Realwirtschaft beeinträchtigen, da die Arbeitgeber die betriebliche Altersversorgung zusagen und deswegen haften, wenn die EbAV die vorgesehenen Leistungen nicht erbringen können.

³⁶ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015).

³⁷ Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2016).

³⁸ Deutsche EbAV verwalten ein Vermögen von gut 200 Mrd € zu Marktwerten, deutlich weniger als EbAV des Vereinigten Königreichs mit ca. 1,4 Billionen € oder niederländische EbAV mit knapp 1,2 Billionen €. Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2015), S. 36 f. Angesichts der relativ hohen gesetzlichen Rente fallen ergänzende Betriebsrenten in Deutschland entsprechend niedriger aus. In der deutschen bAV sind Direktzusagen durch Unternehmen (Buchwert 279 Mrd €) zudem bedeutender als EbAV. Neben der Direktzusage existieren vier mittelbare Durchführungswege, bei denen externe Versorgungsträger die Leistungen der betrieblichen Altersversorgung erbringen. Am bedeutendsten sind Pensionskassen. Es folgen Unterstützungskassen und Pensionsfonds. Direktversicherungen werden statistisch als Lebensversicherungen erfasst und nicht gesondert ausgewiesen. Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank (2013), S. 83 ff.

³⁹ In dem (derzeit) vergleichsweise unbedeutenden Pensionsfondsgeschäft kann die EbAV je nach Zusage auch keine oder lediglich eingeschränkte Garantien übernehmen.

Der **EIOPA-Stresstest** untersuchte ein Basisszenario⁴⁰, zwei Marktszenarien mit einem deutlichen Rückgang der Marktzinsen⁴¹ und ein Szenario mit einem Langlebigkeitsschock. Der Stresstest für Leistungszusagen wurde sowohl auf Grundlage der jeweiligen nationalen Rechnungslegungs- und Aufsichtsstandards⁴² als auch auf Basis einer von EIOPA vorgegebenen einheitlichen Bilanzmethodik durchgeführt. Bei der einheitlichen Bilanzmethodik wurden Aktiva und Passiva marktkonsistent bewertet, wobei für die Berechnung der Rückstellungen risikolose Zinssätze verwendet wurden. Außerdem wurden Sicherheitsmechanismen in die Bewertung einbezogen, wie die Verpflichtung des Arbeitgebers zu zusätzlichen Zahlungen und der Schutz durch den Pensionsversicherungsverein.

Die Marktabdeckung der untersuchten EbAV liegt in Deutschland bei 57%. Die Ergebnisse auf Basis des HGB zeigen, dass die teilnehmenden EbAV vor und nach Stress auf aggregierter Basis ihre Verpflichtungen mit ihrem eigenen Vermögen abdecken können. Bei marktkonsistenter Bewertung zeigen die Ergebnisse hingegen, dass die Leistungszusagen bereits im Basisszenario nur zu 85% vom eigenen Vermögen der untersuchten deutschen EbAV abgedeckt werden. Diese Lücke zwischen dem eigenen Vermögen der EbAV und den Verpflichtungen steigt in den Stressszenarien erwartungsgemäß an.⁴³

Angesichts dieses Befundes wies der Ausschuss darauf hin, dass die **Haftung der Arbeitgeber** für zugesagte Betriebsrenten in Zukunft gegebenenfalls verstärkt in Anspruch genommen werden könnte. Die Arbeitgeber sollten sich daher mit diesem Risiko auseinandersetzen und Handlungsoptionen (wie z. B. Sonderzuwendungen an die EbAV) prüfen.

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Pressemitteilung, 15. September 2015, verfügbar unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2015/09/2015-09-15-PM35.html>

Deutsche Bundesbank (2013), Finanzstabilitätsbericht, November 2013.

Deutsche Bundesbank (2014a), Schriftliche Stellungnahme der Deutschen Bundesbank anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am **30. Juni 2014 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Absicherung stabiler und fairer Leistungen für Lebensversicherte (Lebensversicherungsreformgesetz - LVRG)“, Juni 2014.**

Deutsche Bundesbank (2014b), Finanzstabilitätsbericht, November 2014.

Deutsche Bundesbank (2015), Finanzstabilitätsbericht, November 2015.

⁴⁰ Das Basisszenario entspricht den Marktverhältnissen zum 31. Dezember 2014.

⁴¹ Marktszenario 1 umfasst einen Rückgang der Marktzinsen, Marktszenario 2 zusätzlich einen Verfall von Vermögenspreisen.

⁴² In Deutschland Handelsgesetzbuch (HGB) bzw. Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG).

⁴³ Vgl.: European Insurance and Occupational Pensions Authority (2016).

Deutscher Bundestag (2014), Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Absicherung stabiler und fairer Leistungen für Lebensversicherte (Lebensversicherungsreformgesetz – LVRG)“, Drucksache 18/1772, Juni 2014.

European Insurance and Occupational Pensions Authority (2015), Financial Stability Report, Dezember 2015.

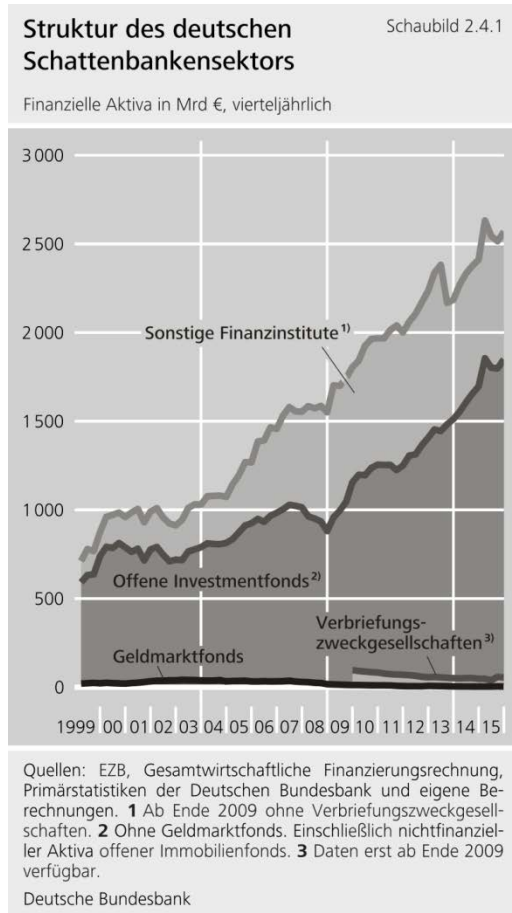
European Insurance and Occupational Pensions Authority (2016), IORPs Stress Test Report 2015, Januar 2016.

Kablau, A. und M. Weiß (2014), Wie wirkt sich das Niedrigzinsumfeld auf die Solvabilität der deutschen Lebensversicherer aus?, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank Nr. 27/2014, Oktober 2014.

2.4 Risiken im Schattenbankensystem

Als Reaktion auf die Finanzkrise haben viele Länder die Regulierung des Bankensektors verschärft. Dies setzt Anreize, Geschäfte in andere Bereiche des Finanzsystems zu verlagern.⁴⁴ Auch technischer Fortschritt kann zum **Wachstum alternativer Finanzierungsformen** außerhalb des Bankensystems beitragen. Diese Aktivitäten werden vielfach dem Schattenbankensystem zugerechnet. In Anlehnung an Arbeiten des Finanzstabilitätsrats (**Financial Stability Board: FSB**) kann dieses definiert werden als „ein System der Kreditintermediation, in dem Akteure und Aktivitäten außerhalb des regulären Bankensystems involviert sind“.⁴⁵ Demnach zählen hierzu nicht nur Unternehmen des Finanzsektors, die weder Banken noch Versicherer darstellen („Akteure“), sondern auch Kreditintermediationsketten, an denen mehrere Akteure aus verschiedenen Bereichen des Finanzsystems beteiligt sind („Aktivitäten“). Zu den Akteuren im Schattenbankensystem

rechnet man im Einzelnen – nach der hier verwendeten eher weit gefassten Definition – von Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs) im Inland aufgelegte Investmentfonds (einschl. Hedgefonds, Exchange Traded Funds (ETFs) und Geldmarktfonds) und Sonstige Finanzinstitute.⁴⁶



Der Ausschuss diskutierte die Rolle des Schattenbankensektors im Finanzsystem. Im Mittelpunkt standen dabei **in Deutschland ansässige Schattenbankakteure**. Das deutsche Schattenbankensystem ist zwischen Anfang 1999 und Ende 2015 nominal um mehr als das Doppelte gewachsen, auf rund 2,6 Billionen € (Schaubild 2.4.1). Der Anteil des Schattenbankensystems am deutschen Finanzsystem ist im gleichen Zeitraum bezogen auf die jeweiligen finanziellen Aktiva von 9% auf 18% gestiegen. Zu diesem **starken relativen Bedeutungszuwachs** haben sowohl das in erheblichem Maße durch Bewertungsanstiege an den Finanzmärkten getriebene Wachstum des Schattenbankensektors – insbesondere des Investmentfondsbereichs – als auch eine seit Ausbruch der Finanzkrise zu beobachtende Schrumpfung des Bankensektors im Zuge des Deleveraging-Prozesses beigetragen.

⁴⁴ Diese Bereiche sind allerdings nicht zwingend unreguliert. Insbesondere im Investmentfondsbereich gibt es umfangreiche europäische und nationale Regelungen für Kapitalverwaltungsgesellschaften, die unter mikroprudenzieller Aufsicht der BaFin stehen.

⁴⁵ Zur Definition des FSB vgl.: Financial Stability Board (2011). Zu alternativen Definitionsansätzen vgl. etwa: T. Adrian, A. Ashcraft, H. Boesky und Z. Pozsar (2010), P. Mehrling, Z. Pozsar, J. Sweeney und D. Neilson (2013) sowie S. Claessens und L. Ratnovski (2014). Zur Berechnung eines stärker risikobasierten Maßes für das Schattenbankensystem vgl.: Financial Stability Board (2015).

⁴⁶ Sonstige Finanzinstitute (Other Financial Institutions: OFIs) umfassen im engeren Sinne den Sektor S.125 nach dem Statistik-Standard ESVG 2010, im weiteren Sinne die Sektoren S.125 bis S.127.

Investmentfondssektor prägt deutsches Schattenbankensystem

Das Schwergewicht des deutschen Schattenbankensektors ist der umfangreich regulierte **Investmentfondssektor**. Auf diesen entfielen (ohne Geldmarktfonds) Ende 2015 circa zwei Drittel der Finanzaktiva des gesamten Sektors.⁴⁷ Geldmarktfonds sind hingegen mit rund 4 Mrd € oder 0,15% der Finanzaktiva vernachlässigbar klein. Das übrige Drittel der Finanzaktiva des deutschen Schattenbankensektors entfällt auf die Sonstigen Finanzinstitute. Hierzu zählen verschiedene kleinere Akteure mit vielfältigen Geschäftsmodellen wie Verbriefungszweckgesellschaften, Finanzierungsleasing- und Factoringgesellschaften, (reine) Holdinggesellschaften ohne Managementfunktion und Broker-Dealer-Gesellschaften.

Innerhalb des Investmentfondssektors dominieren die offenen Investmentfonds gegenüber den geschlossenen Fonds, die Ende März 2016 ein Investmentvermögen von nur knapp 82 Mrd € aufwiesen.⁴⁸ Im deutschen Finanzsystem sind offene Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) einer der am stärksten wachsenden Sektoren. Seit März 2009 ist das Volumen ihrer Aktiva jährlich im Durchschnitt mit 10,5% gewachsen.⁴⁹ Rund drei Viertel des Sektors machen Spezialfonds aus, die in der Regel institutionellen Investoren vorbehalten sind (rund 77% bzw. 1 361 Mrd €). Das verbleibende Viertel entfällt auf Publikumsfonds, in die auch Privatpersonen investieren dürfen.

Das **Wachstum des Investmentfondssektors** zwischen September 2009 und August 2015, dem Beginn leichter Marktturbulenzen, lässt sich zu etwa fünf Sechsteln (84%) auf Wertsteigerungen der verwalteten Fondsvermögen und nur zu knapp einem Sechstel (knapp 16%) auf Netto-Mittelzuflüsse zurückführen. Ein höherer Einsatz von Fremdkapital, etwa ein größerer Verschuldungsgrad zur Hebelung von Wertpapierpositionen, hat hingegen nicht zum Wachstum des Fondssektors beigetragen.

Investmentfonds treten im Finanzsystem als Intermediäre auf, die im Auftrag ihrer Investoren die ihnen bereitgestellten Mittel anlegen.⁵⁰ Aufgrund ihres Diversifizierungsbeitrags sind sie auch für die Finanzstabilität von Bedeutung. In diesem Zusammenhang sind vor allem ihre **Verflechtungen** sowie die potenzielle Interaktion mit anderen Marktteilnehmern in Stressphasen relevant.⁵¹

Offene Fonds ermöglichen ihren Anlegern in der Regel eine kurzfristige Rückgabe ihrer Anteile, sodass Anteilseigner schnell auf sich verändernde Marktbedingungen reagieren können.⁵² Investieren diese Fonds die eingesammelten Mittel in weniger liquide und längerfristige Aktiva, kann dies mit Liquiditäts- oder Fristentransformation einhergehen. Diese Risiken werden in Deutschland durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) abhängig

⁴⁷ Die Finanzaktiva offener Investmentfonds in Deutschland beliefen sich laut der Statistik über Investmentvermögen der Bundesbank Ende 2015 auf rund 1,8 Billionen €.

⁴⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016).

⁴⁹ Hier und im Folgenden werden aktuelle Zahlen der Statistik über Investmentvermögen mit Zahlen zum Zeitpunkt September 2009 verglichen, zu dem erstmalig eine granulare Übersicht über die Fondsportfolios vorliegt. Seit März 2016 veröffentlicht die Bundesbank im Rahmen der Statistik über Investmentvermögen auch Daten zu geschlossenen Fonds.

⁵⁰ Zur Frage eines spezifischen Beitrags von Asset Managern sowie Investmentfonds zur Finanzinstabilität (im hypothetischen Vergleich mit der direkten Mittelanlage durch die entsprechenden Investoren) vgl.: D. J. Elliott (2014), S. 5–7.

⁵¹ Zur Diskussion der Rolle der Asset-Management-Industrie für die Finanzstabilität vgl. etwa: International Monetary Fund (2015).

⁵² Bei einigen offenen Fonds sind Rückgaben nur mit langen Vorlaufzeiten möglich.

vom Fondstyp unterschiedlich adressiert. **Bei starker Liquiditäts- oder Fristentransformation** könnten im Falle eines unerwartet hohen Mittelabzugs vom Fondssektor **Risiken für die Finanzstabilität** ausgehen. Anreize zu einer möglichst frühzeitigen Anteilsrückgabe (First Mover Advantage) bei wenig liquiden Aktiva und geringen Liquiditätspuffern könnten in einem solchen Szenario selbstverstärkende Rückgaben der Anteile auslösen. Oft ermitteln KVGn die für einen starken Mittelabzug von Fonds vorzuhaltenden Liquiditätspuffer mittels Stresstests. Sollten die vorgehaltenen liquiden Mittel nicht ausreichen, wären betroffene Fonds zu Notverkäufen ihrer Aktiva gezwungen. Dies könnte deren Preise drücken und andere Marktteilnehmer, die die gleichen Aktiva halten, in Mitleidenschaft ziehen. Daneben sind weitere Ansteckungsmechanismen vorstellbar. So könnten Investoren das Risikomanagement aller von einer KVG aufgelegten Fonds oder von Fonds mit ähnlichen Anlageschwerpunkten infrage stellen und Mittel abziehen. Dies könnte Preisvolatilität erhöhen, Marktliquidität reduzieren und den Stress auf zuvor nicht betroffene Marktsegmente ausweiten.⁵³

Neben dieser über die Finanzmärkte stattfindenden Ansteckung spielt die **Vernetzung** zwischen dem Investmentfondssektor und dem restlichen Finanzsystem eine wichtige Rolle. Zum einen kann die Anlagestruktur von Investmentfonds helfen, Quellen potenzieller Verluste zu identifizieren. Sie ist aus der Aktivseite der Bilanz des aggregierten Investmentfondssektors ersichtlich. Zum anderen lässt die Anlegerstruktur Rückschlüsse zu, inwieweit mögliche Verluste der Investmentfonds von anderen Finanzintermediären zu tragen wären. Sie wird durch die Passivseite der Bilanz des Fondssektors abgebildet.

Die **Anlagestruktur von Investmentfonds** ist auf den Finanzsektor ausgerichtet. Auf der Aktivseite dominieren die Anlagen in Wertpapieren in Höhe von 1 549 Mrd €, und hiervon entfällt eine Hälfte auf Wertpapiere von Emittenten des in- und ausländischen Finanzsektors. Die andere Hälfte machen Wertpapiere von Staaten und Unternehmen des In- und Auslands aus.

Der Finanzsektor überwiegt nicht nur bei den Anlagen deutscher Investmentfonds, sondern auch unter deren Anlegern. Knapp drei Viertel (73% bzw. 1 233 Mrd €) der ausstehenden Anteile deutscher Investmentfonds wurden im August 2015 von Investoren des Finanzsektors gehalten, worin sich gegenüber September 2009 nochmals ein Anstieg um rund acht Prozentpunkte niederschlägt. **Unter den Investoren** des Finanzsektors, die Fondsanteile halten, hat insbesondere das **Gewicht von Versicherern und Pensionskassen zugenommen**, die traditionell über Fonds investieren. Der Marktwert der von ihnen gehaltenen Anteile an deutschen Fonds nahm zwischen September 2009 und August 2015 um 124% auf 801 Mrd € zu. Diese verstärkte Verknüpfung zwischen Investmentfonds und Versicherern schlägt sich auch auf der Aktivseite der Bilanz des Versicherungssektors nieder. Laut Kapitalanlagestatistik der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) stieg das relative Gewicht der Investmentfondsanteile an den Gesamtanlagen deutscher Erstversicherer von 24,2% im September 2009 auf 33%

⁵³ Zur Abmilderung der hier beschriebenen Effekte werden verschiedene Instrumente diskutiert und stehen zum Teil bereits zur Verfügung, so z. B. die Aussetzung der Anteilsrücknahme oder die Einführung von Rücknahmegebühren.

Ende 2015.⁵⁴ Dagegen reduzierten die deutschen Kreditinstitute ihre Bestände im deutschen Fondssektor bis Mitte 2015 auf 13,3%, was im Zusammenhang mit dem bereits erwähnten Deleveraging-Prozess im Bankensektor zu sehen ist.

Kreditfonds sind Fonds, die Darlehen direkt vergeben oder unverbriefte Darlehensforderungen aufkaufen. Sie nehmen daher bankähnliche Funktionen wahr und können eine alternative Finanzierungsquelle für die Realwirtschaft darstellen. Sie können aber auch **Risiken** begründen, die unter anderem **durch Laufzeitinkongruenzen** entstehen.⁵⁵ Investmentfonds werden in Deutschland nach dem KAGB je nach Ausgestaltung entweder als Alternative Investmentfonds (AIFs) oder als Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) kategorisiert. Bisher durften AIFs in Deutschland unverbriefte Darlehensforderungen lediglich aufkaufen. Im Mai 2015 hat die BaFin ihre Verwaltungspraxis dahingehend geändert, dass sie nunmehr die direkte Vergabe von Darlehen sowie die Darlehensrestrukturierung und -prolongation durch bestimmte AIFs in Deutschland erlaubt.⁵⁶ Dies hatte aber bislang noch keine Ausweitung der Darlehensvergabe durch AIFs zur Folge.⁵⁷ Im März 2016 wurden in Deutschland spezifische gesetzliche Vorgaben erlassen, die darauf abzielen, die mit der Kreditvergabe einhergehenden Risiken einzudämmen.⁵⁸

Risikoindikatoren weitgehend unauffällig

Der Ausschuss diskutierte die Entwicklung des Schattenbankensektors im Zusammenhang mit der allgemeinen Risikolage im deutschen Finanzsystem. Er kam zu dem Schluss, dass im deutschen Schattenbankensektor in seiner Gesamtheit derzeit **keine übermäßige Übernahme von Risiken** erkennbar ist. Für Teile des Investmentfondssektors kann allerdings ein Risikoaufbau nicht ausgeschlossen werden. Auch vor diesem Hintergrund betonte der Ausschuss die Notwendigkeit, den **Monitoring-Rahmen** kontinuierlich **weiterzuentwickeln**.

Für den Investmentfondssektor hat die Bundesbank im Jahr 2015 erstmalig Risikoindikatoren berechnet.⁵⁹ Diese sind – abgesehen vom deutlichen Wachstum des Sektors – in ihrer Entwicklung seit Ende 2013 weitgehend unauffällig. Das Risiko eines übermäßigen Fremdkapitaleinsatzes ist nicht ausgeprägt. Die Verknüpfung mit dem deutschen Bankensektor über durch Investmentfonds gehaltene Vermögenswerte liegt bei aggregierter Betrachtung unter 10%, was auf ein nur geringes Ansteckungsrisiko in Form von Forderungsausfällen hindeutet, sollte vom Bankensektor Stress ausgehen. Die Liquiditätstransformation hat allerdings seit dem Jahr 1999 stetig zugenommen. In

⁵⁴ Versicherer und Pensionskassen sind traditionell langfristig orientierte Anleger, was tendenziell mögliche „Run“-Risiken abmildern sollte.

⁵⁵ Diese Risiken können ebenfalls durch regulatorische Vorgaben abgemildert werden.

⁵⁶ Vgl.: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2015).

⁵⁷ Seit der Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin in Bezug auf Kreditfonds im Mai 2015 wurden bei der BaFin zwei Erlaubniserweiterungsanträge in Bezug auf die Verwaltung von AIFs eingereicht, für deren Rechnung Darlehen vergeben werden sollen. Im Rahmen dieser Anträge haben die Kapitalverwaltungsgesellschaften zudem jeweils die Anlagebedingungen zu einem AIF vorgelegt, für dessen Rechnung Darlehen vergeben werden sollen. Die Anträge befanden sich bei Redaktionsschluss noch in Bearbeitung.

⁵⁸ Vgl.: Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU (OGAW-V-Umsetzungsgesetz) vom 3. März 2016.

⁵⁹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015), S. 61 ff.

Teilbereichen des Fondssektors können sich durchaus kritische Risikoprofile und –entwicklungen ergeben. Eine Berechnung der Risikoindikatoren auf Ebene einzelner Investmentfonds zeigt eine große Heterogenität der Akteure. Einige Fonds weisen aufgrund einer überdurchschnittlich engen Verknüpfung mit dem Bankensektor und eines erhöhten Anteils bankähnlicher Geschäfte ein auffälliges Risikoprofil auf. Ihr Anteil ist indes in den letzten Jahren zurückgegangen.⁶⁰

Quellenverzeichnis

Adrian, T., A. Ashcraft, H. Boesky und Z. Pozsar (2010), Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No 458, Juli 2010.

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2015), Änderung der Verwaltungspraxis zur Vergabe von Darlehen usw. für Rechnung des Investmentvermögens, Geschäftszeichen WA 41-Wp 2100 - 2015/0001, 12. Mai 2015.

Claessens, S. und L. Ratnovski (2014), What is Shadow Banking?, IMF Working Paper No 14/25, Februar 2014.

Deutsche Bundesbank (2015), Finanzstabilitätsbericht, November 2015.

Deutsche Bundesbank (2016), Erstmalige Veröffentlichung von Daten über geschlossene Investmentfonds, Pressenotiz, 7. März 2016.

Elliott, D. J. (2014), Systemic Risk and the Asset Management Industry, Brookings Economic Studies, Mai 2014.

Financial Stability Board (2011), Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations from the Financial Stability Board, Oktober 2011.

Financial Stability Board (2015), Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, November 2015.

International Monetary Fund (2015), The Asset Management Industry and Financial Stability. Global Financial Stability Report, April 2015.

Mehrling, P., Z. Pozsar, J. Sweeney und D. Neilson (2013), Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance, Shadow Banking Colloquium, November 2013.

⁶⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015), S. 66 f.

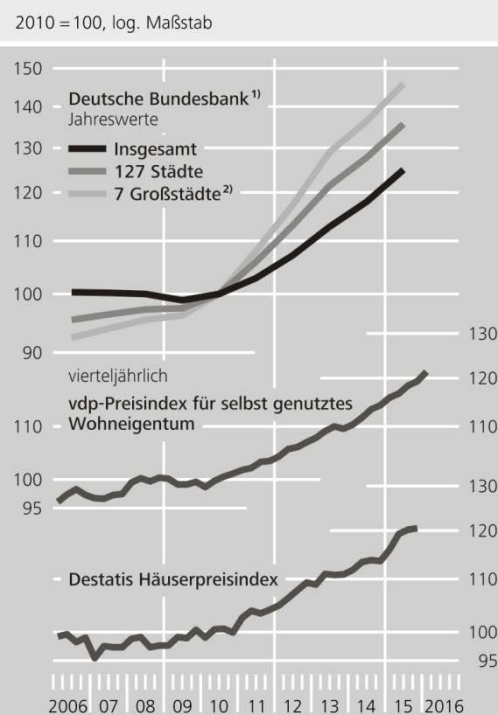
2.5 Vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende Risiken

Aufwärtstrend bei Wohnimmobilienpreisen verbreitert sich

Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds befasste sich der Ausschuss im Berichtszeitraum regelmäßig mit den Entwicklungen am deutschen Wohnimmobilienmarkt. Im Jahr 2015 zogen dort die Preise erneut kräftig an. Der seit dem Jahr 2010 zu beobachtende Aufwärtstrend setzte sich somit fort (Schaubild 2.5.1). Preistreibende Impulse für diese Entwicklung gingen von der anhaltend kräftigen Wohnraumnachfrage aus, die durch nochmals günstigere Finanzierungsbedingungen, gute Beschäftigungsaussichten sowie eine verstärkte Zuwanderung gestützt wurde. Die allmählich einsetzende Ausweitung des Angebots war bislang nicht ausreichend, um den Nachfrageüberhang abzudecken.

In Deutschland insgesamt hat sich die **Preis­dynamik bei Wohnimmobilien** im Jahr 2015 **verstärkt**. Die Preise für Wohnimmobilien erhöhten sich um 6% nach 4½% im Jahr zuvor.⁶¹ Dabei hat sich der Preisauftrieb **regional verbreitert**. In den sieben Großstädten fiel der Preisauftrieb mit einer Jahreswachstumsrate von 7% kräftiger aus als im Vorjahr (5¾%), lag aber unterhalb der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate im Zeitraum 2010 bis 2015. Über 127 Städte gesehen entsprach die Teuerungsrate für Wohnimmobilien im Jahr 2015 mit durchschnittlich 6¼% annähernd den durchschnittlichen Preissteigerungen seit dem Jahr 2010. Am stärksten fiel die Teuerung dabei bei Eigentumswohnungen in Städten mit einer bislang vergleichsweise schwächeren Preis­dynamik aus. Insgesamt glichen sich die Preis­dynamiken zwischen den Wohnimmobilienmärkten in den Großstädten und sonstigen städtischen Gebieten weiter an. Nach Schätzungen der Bundesbank bestanden im Jahr 2015 für städtische Gebiete weiterhin Überbewertungen von 10% bis 20%. Dabei wurden die stärksten Überbewertungen bei Wohnungen in den sieben Großstädten identifiziert.⁶²

Preise für Wohnimmobilien in Deutschland Schaubild 2.5.1



¹ Transaktionsgewichtet. Eigene Berechnungen auf Basis von Preisangaben der bulwiengesa AG. ² Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.
Deutsche Bundesbank

Wohnungsbaukreditvergabe an private Haushalte zieht an

Die seit dem Jahr 2009 rückläufige Tendenz bei den Zinsen für Wohnungsbaukredite setzte sich im Jahr 2015 fort. Die durchschnittliche Rate für Hypothekendarlehen reduzierte sich im

⁶¹ Berechnungen der Bundesbank auf Basis von Preisangaben der bulwiengesa AG.

⁶² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016).

Vergleich zum Vorjahr um etwa einen halben Prozentpunkt auf 2%. Dabei verringerten sich im Verlauf des Berichtszeitraums laut der vom Eurosystem regelmäßig durchgeführten Umfrage zur Kreditvergabepolitik der Geschäftsbanken (Bank Lending Survey: BLS) die Margen für Kredite durchschnittlicher Risikoeinstufung spürbar und für risikoreichere Ausleihungen leicht. Die Kreditstandards für Wohnungsbaukredite wurden dagegen im Laufe des Jahres 2015 marginal und im ersten Quartal 2016 deutlich verschärft. Die insgesamt **nochmals günstigeren Finanzierungsbedingungen** stimulierten die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten, die laut BLS im Berichtszeitraum kräftig zugenommen hat.



Das **Wachstum der an private Haushalte vergebenen Wohnungsbaukredite** hat sich im Berichtszeitraum beschleunigt. Die Jahreswachstumsrate betrug Ende des ersten Quartals 2016 3,7%, nach 2,4% Ende 2014. Sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich ist das Kreditwachstum damit aber immer noch als moderat zu bezeichnen. So lag die jährliche Steigerungsrate bei Wohnungsbaukrediten in Deutschland im langfristigen Durchschnitt der Jahre 1982 bis 2015 bei knapp 5% (Schaubild 2.5.2). Der Anteil der an private Haushalte vergebenen Wohnungsbaukredite am ausstehenden Kreditvolumen deutscher Banken an inländische Nicht-Banken⁶³ blieb im Vergleich zum Vorjahr konstant bei 39%. Zusammen mit den Wohnungsbaukrediten, die an Unternehmen vergeben wurden, lag der Anteil bei 44%.

Das Indikatorensystem der Bundesbank zum deutschen Wohnimmobilienmarkt⁶⁴ zeigt, dass die **Verschuldung des privaten Haushaltsektors** im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Berichtsjahr insgesamt weiterhin **rückläufig** war. Sie lag Ende 2015 mit gut 53% auf ihrem Tiefststand seit Anfang der 2000er Jahre. Auch das Verhältnis von privater Haushaltsverschuldung zum verfügbaren Einkommen ist gegenüber dem Vorjahr leicht gesunken; es lag im Jahr 2015 bei gut 91%. Gemessen an diesen Kennzahlen ist der Verschuldungsgrad in Deutschland im internationalen Vergleich relativ niedrig. Im Euro-Raum lag die Verschuldung im Verhältnis zum BIP im vierten Quartal 2015 bei gut 59% und im Verhältnis zum Einkommen bei gut 93%.⁶⁵ Allerdings liefert diese aggregierte Betrachtung keine näheren Informationen darüber, wie sich die Verschuldungssituation derjenigen privaten Haushalte verändert hat, die tatsächlich Kredite aufgenommen haben. Eine vdpResearch-Studie auf Basis granularer Daten weist darauf hin, dass die Verschuldung von Haushalten mit ausstehenden Immobilienkrediten sowohl absolut als auch relativ zum

⁶³ Zu den Nicht-Banken zählen Unternehmen, öffentliche Haushalte, Privatpersonen und Organisationen ohne Erwerbszweck.

⁶⁴ Das Indikatorensystem ist verfügbar unter:

http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Unternehmen_und_private_Haushalte/Indikatorensystem_Wohnimmobilienmarkt/indikatorensystem_wohnimmobilienmarkt.html

⁶⁵ Vgl. hierzu: European Central Bank (2016) sowie die Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), verfügbar unter <http://stats.bis.org/statx/srs/table/f3.1>

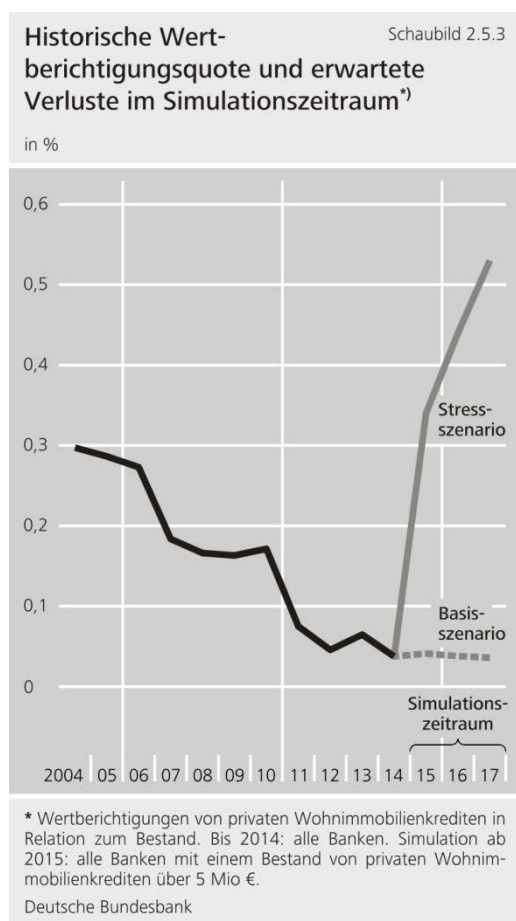
Einkommen zugenommen hat. Zugleich ist der Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen im Durchschnitt weitgehend konstant geblieben.⁶⁶ Die sinkenden Immobilienkreditzinsen haben den Kreditnehmern bisher ermöglicht, beim Erwerb von Immobilien mehr Fremdmittel einzusetzen, ohne die laufende Belastung zu erhöhen.⁶⁷

Um die Lage am Wohnimmobilienmarkt und die Verschuldungssituation privater Haushalte zeitnah bewerten und somit auf Finanzstabilitätsrisiken frühzeitig reagieren zu können, ist für makroprudenzielle Zwecke jedoch eine **Verbesserung der Datenlage** in Form von Einzelkreditdaten erforderlich.⁶⁸

Banken zeigen sich bei erweitertem Stresstest für Wohnimmobilienkredite robust

Die Bundesbank führte im Juni 2015 einen **umfassenden Makrostresstest** für das gesamte deutsche Bankensystem durch.⁶⁹ Dabei wurde auch der Einfluss von Immobilienmarktschocks auf Wohnimmobilienkreditportfolios modelliert. Im Unterschied zu einem im vorangegangenen Jahr durchgeführten Immobilienstresstest wurden im Jahr 2015 die erwarteten Verluste jeder einzelnen Bank in Deutschland berechnet.⁷⁰ Darüber hinaus wurde der Schock auf dem Immobilienmarkt nicht isoliert betrachtet, sondern in ein Umfeld umfassender makroökonomischer Eintrübung eingebettet. Dabei wurden zwei Szenarien unterstellt: ein Basisszenario, das die aktuelle wirtschaftliche Lage auf der Grundlage von Prognosen fortschreibt sowie ein Stressszenario, das adverse Marktentwicklungen unterstellt. Während im Basisszenario von steigenden Preisen für Wohnimmobilien ausgegangen wird, sieht das Stressszenario einen deutlichen Preisrückgang um bis zu 19% vor (inklusive eines zusätzlichen Preisrückgangs um fünf Prozentpunkte in den sieben Großstädten).

Schaubild 2.5.3 zeigt neben den historischen Wertberichtigungsquoten von an private Haushalte



⁶⁶ Vgl.: vdpResearch (2015). Die Repräsentativität der Studie ist jedoch vor allem durch ihren starken Fokus auf Metropolen eingeschränkt.

⁶⁷ Berechnungen der Bundesbank auf Basis der oben genannten vdpResearch-Studie.

⁶⁸ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015b), S. 16 ff.

⁶⁹ Siehe hierzu auch das Kapitel 2.2 „Risiken im Bankensektor“ auf S. 11 ff. Zur genauen Ausgestaltung des Stresstests vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015a), S. 14 sowie Deutsche Bundesbank (2015), S. 35-38.

⁷⁰ Im Immobilienstresstest des Jahres 2014 wurden Verluste für die 116 an der damaligen Sonderumfrage beteiligten Institute simuliert. Die berechneten Verluste der vergebenen Wohnimmobilienkredite wurden danach auf das gesamte Bankensystem hochgerechnet. Vgl.: Deutsche Bundesbank (2014), S. 66 ff.

vergebenen Wohnimmobilienkrediten in Deutschland die in dem Stresstest prognostizierten Verlustquoten.⁷¹ Diese unterscheiden sich in den zwei Szenarien deutlich. Im Basisszenario verbleibt die erwartete Verlustquote auf dem aktuell sehr niedrigen Niveau. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass im Umfeld steigender Immobilienpreise die Verwertungsquoten bei Kreditausfällen auf relativ hohen Niveaus liegen. Im Stressszenario steigt die geschätzte Verlustquote hingegen von 0,04% auf bis zu 0,53% des Wohnimmobilienkreditportfolios an. Dies entspricht einem aggregierten Verlustanstieg vom Ausgangsniveau in Höhe von 0,4 Mrd € im Jahr 2014 auf bis zu 5,5 Mrd € pro Jahr. Insgesamt legen die Ergebnisse aber nahe, dass die Banken die Verluste des Stressszenarios absorbieren können – bei vergleichsweise geringer Reduktion ihrer Eigenmittel. Bei keiner der in den Stresstest einbezogenen Banken führt das adverse Szenario für sich genommen zu einer Unterschreitung der Mindestkapitalanforderungen.⁷²

Aus der laufenden Analyse der Immobilienpreise und der Kreditvergabe sowie den Ergebnissen des umfassenden Stresstests schloss der Ausschuss, dass an den deutschen Wohnimmobilienmärkten bislang **keine die Finanzstabilität gefährdenden Entwicklungen** vorliegen. Einen Einsatz makroprudenzieller Instrumente hielt er daher im aktuellen Marktumfeld nicht für erforderlich.

Ausschuss empfiehlt vorsorglich Schaffung neuer Instrumente für die Regulierung der Darlehensvergabe zur Wohnimmobilienfinanzierung

Bereits im Dezember 2014 war der Ausschuss nach einer entsprechenden Überprüfung allerdings zu der Schlussfolgerung gekommen, dass das verfügbare makroprudenzielle Instrumentarium nicht ausreicht, um möglichen zukünftigen systemischen Risiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung hinreichend wirksam begegnen zu können.⁷³ Daher empfahl er der Bundesregierung im Juni 2015, vorsorglich Rechtsgrundlagen für bestimmte **neue Instrumente zur Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien** zu schaffen, die direkt an der Darlehensbeziehung zwischen Darlehensgeber und Schuldner ansetzen.⁷⁴

Die vom Ausschuss empfohlenen Instrumente sind:

- eine Obergrenze für das gesamte Fremdkapitalvolumen einer Wohnimmobilienfinanzierung im Verhältnis zum Marktwert der als Sicherheit verwendeten Wohnimmobilie (Kreditvolumen-Immobilienwert-Relation bzw. Loan-To-Value: LTV),

⁷¹ Die Verlustquote bezieht sich auf den Bestand der an private Haushalte vergebenen Wohnimmobilienkredite. In die Analyse wurden alle Banken einbezogen, die im Jahr 2014 einen Bestand an Wohnimmobilienkrediten i. H. v. über 5 Mio € aufwiesen. Der geschätzte erwartete Verlust in den Immobilienkreditportfolios wurde als Produkt der Kreditausfallwahrscheinlichkeit und des Verlustanteils bei Ausfall berechnet. Die Ausfallwahrscheinlichkeit wurde in Abhängigkeit von der prognostizierten Arbeitslosenquote modelliert. Dabei wurde in dem adversen Marktszenario ein Anstieg der Arbeitslosenquote auf bis zu 6,5% angenommen.

⁷² Bei der Schätzung der Verlustquoten wird unterstellt, dass die Ausfallwahrscheinlichkeiten in den Kreditportfolios von der prognostizierten Arbeitslosenquote abhängt, von den Beleihungsausläufen aber unabhängig ist. Dies führt möglicherweise zu einer Unterschätzung der erwarteten Verluste.

⁷³ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2014).

⁷⁴ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015b).

- eine Vorgabe für den maximalen Zeitraum, innerhalb dessen ein bestimmter Bruchteil des Darlehens zurückgezahlt werden muss beziehungsweise die Vorgabe einer maximalen Laufzeit für endfällige Darlehen (Amortisationsanforderung),
- eine Obergrenze für den Schuldendienst aus allen finanziellen Verpflichtungen eines Darlehensnehmers im Verhältnis zu seinem Einkommen (Schuldendienstfähigkeit bzw. Debt-Service-To-Income: DSTI)⁷⁵ sowie
- eine Obergrenze für die Gesamtverschuldung eines Darlehensnehmers im Verhältnis zu seinem Einkommen beziehungsweise Mittelzufluss (Gesamtverschuldung-Einkommens-Relation bzw. Debt-To-Income: DTI).

Ein **umfassendes Instrumentenpaket** ist erforderlich, um gegebenenfalls durch geeignete Kombination der Instrumente jederzeit angemessen und verhältnismäßig reagieren zu können. Um dabei eine größtmögliche makroprudenzielle Wirkung zu erzielen und Wettbewerbsverwerfungen zu vermeiden, sollten grundsätzlich alle gewerblichen Darlehensgeber, nicht nur Kreditinstitute, durch die neuen Instrumente erfasst werden können. Zur Wahrung der Verhältnismäßigkeit sieht die Empfehlung aber zwei Ausnahmen vor. So soll es Darlehensgebern ermöglicht werden, Kleindarlehen grundsätzlich von der Anwendung der Obergrenzen auszunehmen (Bagatellgrenze). Ferner soll es Kreditgebern ermöglicht werden, einen von der Aufsicht festgelegten Anteil an Neukrediten zu vergeben, die die vorgeschriebenen Beschränkungen nicht einhalten müssen (Überschreitungskontingent).

Für die Risikoanalyse und Kalibrierung der Instrumente sowie für eine ex post Wirkungsanalyse nach einer eventuellen Aktivierung sind **granulare Daten über Wohnimmobilienfinanzierungen**, wie beispielsweise der Fremdkapitalanteil oder der Schuldendienst, erforderlich. Solche Daten sind in Deutschland derzeit nicht zeitnah und nicht in ausreichender Qualität verfügbar. Deshalb empfahl der Ausschuss der Bundesregierung auch, das Vorhandensein von Rechtsgrundlagen zu gewährleisten, die den Aufbau einer solchen Datenbasis ermöglichen. Um den Meldeaufwand der Berichtspflichtigen zu begrenzen, schlug er vor, dabei auch auf bereits konzipierte und unionsrechtlich vorgesehene Datenerhebungsprojekte wie die **Analytical Credit Datasets (AnaCredit)** des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zurückzugreifen. Seit der Verabschiedung der Ausschuss-Empfehlung hat der AnaCredit-Verordnungsentwurf allerdings Anpassungen erfahren, sodass nach der am 18. Mai 2016 durch den EZB-Rat verabschiedeten Verordnung die Erhebung von Daten über die Wohnimmobilienfinanzierung von privaten Haushalten nicht mehr im Erhebungsumfang von AnaCredit enthalten ist. Eine Erhebung entsprechender Daten zur Schließung dieser Lücke in der makroprudenziellen Überwachung kann daher auf absehbare Zeit nicht auf Basis einer europäischen Rechtsgrundlage erfolgen. Deshalb werden Möglichkeiten zur Schaffung einer nationalen Rechtsgrundlage geprüft.

⁷⁵ Im Falle eines Darlehensnehmers, der keine natürliche Person ist, geht es um eine Untergrenze für das Verhältnis von Mittelzufluss zu seinem Schuldendienst (Schuldendienstdeckungsgrad bzw. Debt-Service-Coverage-Ratio: DSCR).

Entscheidungen über die Aktivierung und Deaktivierung regulatorischer Maßnahmen sind regelmäßig unter erheblicher Unsicherheit zu treffen. Aus Sicht des Ausschusses ist diese Unsicherheit bei den im Juni 2015 empfohlenen Instrumenten mangels praktischer Anwendungserfahrungen in Deutschland besonders ausgeprägt. Daher hat er empfohlen, im Falle eines Instrumenteneinsatzes Zielerreichung und Wirkung regelmäßig, spätestens jedoch im Abstand von zwei Jahren, zu überprüfen. Diese Überprüfungen sollten von der Bundesbank, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) oder durch unabhängige Dritte durchgeführt werden, wobei eine Analyse durch unabhängige Dritte etwaigen Interessenkonflikten vorbeugen würde.

Der Ausschuss wies zudem darauf hin, dass auch von der Finanzierung von **Gewerbeimmobilien** systemische Risiken ausgehen können. Er sah diesbezüglich zwar keine akuten Gefahren für die Finanzstabilität. Da die Datengrundlage über die Finanzierung von Gewerbeimmobilien aber besonders lückenhaft ist, empfahl er, zunächst in diesem Bereich Rechtsgrundlagen zur **Verbesserung der Datengrundlage** zu schaffen.

Die Empfehlung des Ausschusses sollte spätestens bis zum 31. März 2016 vollständig umgesetzt, das heißt die **Schaffung entsprechender Rechtsgrundlagen** initiiert sein. Gegen Ende des Berichtszeitraums bereitete das Bundesministerium der Finanzen (BMF) einen Gesetzentwurf zur Umsetzung der Empfehlung vor, um die zu diesem Zeitpunkt noch ausstehende Entscheidung des EZB-Rats über den Umfang von AnaCredit berücksichtigen zu können.

Keine Anpassungen bei mit Immobilien besicherten Risikopositionen nötig

Die Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) macht Banken spezielle Vorgaben, wie mit Risikopositionen umzugehen ist, die durch Immobilien besichert sind.⁷⁶ Der Ausschuss hat sich daher auch mit der Angemessenheit der Risikogewichte und Mindest-Verlustquoten von Risikopositionen befasst, die mit in Deutschland befindlichen Immobilien besichert sind. Die CRR verpflichtet die zuständigen nationalen Behörden, mindestens einmal jährlich eine entsprechende Bewertung vorzunehmen. Dabei ist zu prüfen, ob sich die im Standardansatz und im auf internen Ratings basierenden Ansatz (Internal Rating Based Approach: IRBA) anzuwendenden privilegierten Risikogewichte beziehungsweise minimalen Verlustquoten in angemessener Weise auf Verlusterfahrungswerte und Erwartungen der zukünftigen Immobilienmarktentwicklung stützen. Im Jahr 2015 führte die BaFin in Zusammenarbeit mit der Bundesbank erstmalig ein solches Bewertungsverfahren durch. Es lieferte keine Anhaltspunkte dafür, dass aus Sicht der Finanzstabilität die privilegierten Risikogewichte beziehungsweise Mindest-Verlustquoten anzupassen wären. Der Ausschuss nahm dies zustimmend zur Kenntnis.

⁷⁶ Gemäß CRR kommen privilegierte Risikogewichte von 35% bzw. 50% (Art. 125 und 126) und Verlustquoten-Mindestwerte von 10% und 15% (Art. 164 (4)) für durch Wohn- bzw. Gewerbeimmobilien besicherte Risikopositionen zur Anwendung.

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2014), Pressemitteilung, 12. Dezember 2014, verfügbar unter <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2014/12/2014-12-12-pm52-ausschuss-fuer-finanzstabilitaet.html>

Ausschuss für Finanzstabilität (2015a), Zweiter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2015.

Ausschuss für Finanzstabilität (2015b), Empfehlung zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien, 30. Juni 2015.

European Central Bank (2016), Euro Area Households and Non-financial Corporations: 4th Quarter 2015, April 2016.

Deutsche Bundesbank (2014), Finanzstabilitätsbericht, November 2014.

Deutsche Bundesbank (2015), Finanzstabilitätsbericht, November 2015.

Deutsche Bundesbank (2016), Monatsbericht, Februar 2016.

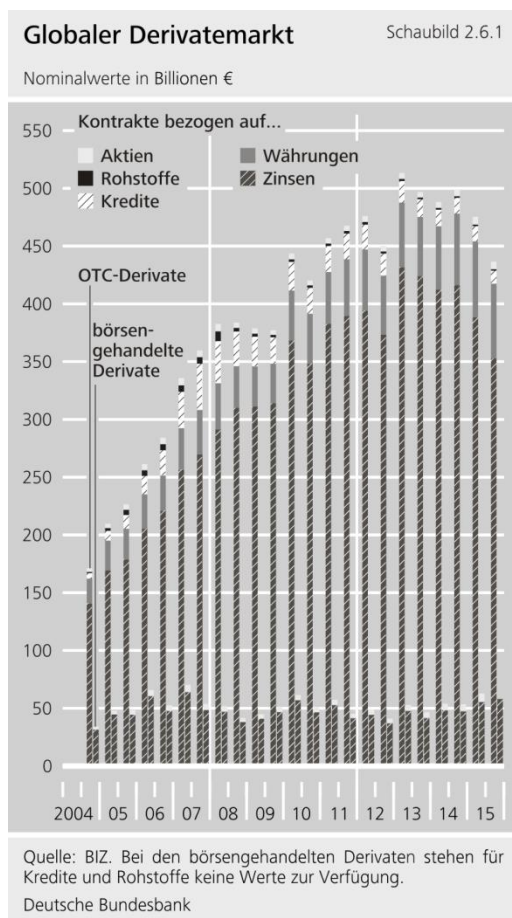
vdpResearch (2015), Strukturen der Wohneigentumsfinanzierung 2015, November 2015.

2.6 Sonstige Risiken

Risiken aus Derivatemärkten und CCPs

Derivate haben eine zentrale Bedeutung für das Risikomanagement von Banken und anderen Marktteilnehmern. Sie ermöglichen diesen, sich gegen unterschiedliche Risiken abzusichern. Gleichwohl können von Derivatemärkten auch Risiken für das Finanzsystem ausgehen. Bedeutende **Risiken aus außerbörslichen** (Over-the-Counter: OTC) **Derivategeschäften** können beispielsweise aus einer hohen Konzentration von Positionen in den Portfolios der Investoren, aus der Vernetzung von Marktteilnehmern untereinander oder aus prozyklischen Marktentwicklungen resultieren.

Der Ausschuss beschäftigte sich im Berichtszeitraum eingehend mit solchen Risiken. Sein Fokus lag dabei auf Risiken, die sich aus einer **hohen Konzentration von Marktanteilen** im Handel bei wenigen großen Dealerbanken sowie aus einer hohen Konzentration von Marktanteilen im europäischen Clearing bei wenigen zentralen Gegenparteien (Central Counterparties: CCPs) ergeben. Bei einer hohen Marktkonzentration an den OTC-Derivatemärkten kann der Ausfall oder Marktaustritt von großen Akteuren wie Dealerbanken oder zentralen Gegenparteien schwerwiegende Folgen haben. Es besteht die Gefahr, dass sich die Marktliquidität verringert, der Zugang von Marktteilnehmern zu Handel und Clearing eingeschränkt wird und sich mögliche Schocks im Finanzsystem ausbreiten.



Die **globalen Derivatemärkte** sind in den letzten Jahren **stark gewachsen**. So haben sich die Nominalwerte der außerbörslich gehandelten Derivate nach Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zwischen dem Jahr 2004 und Ende 2015 weltweit von rund 170 Billionen € auf rund 436 Billionen € **mehr als verdoppelt** (Schaubild 2.6.1). Das mit Abstand größte Segment sind dabei Zinsderivate (80,8%), gefolgt von Währungsderivaten (14,8%) und Kreditderivaten (2,6%).

Ein Großteil des OTC-Derivatehandels findet zwischen einer relativ kleinen Anzahl internationaler Banken statt, die unter anderem als Market Maker (d. h. als Anbieter von Handelsdienstleistungen und Liquidität) für kleinere Banken und weitere Finanzmarktakteure agieren. Von der Gruppe der 16 großen Dealerbanken (G16) zählen aktuell 14 Institute zu den 30 als global systemisch relevant identifizierten Banken (Global Systemically Important Banks: G-SIBs). Gemessen an den Gesamtzahlen der großen BIZ-Derivateumfrage

gegen Jahresmitte 2013 betrug der Anteil ausstehender Nominalwerte der G16 etwa 90%.⁷⁷

Trotz der starken Stellung der Dealerbanken liegen Kennzahlen für den Grad der Marktkonzentration des außerbörslichen Handels an den Märkten für Zins-, Währungs- und Aktienderivate unter den allgemein als kritisch erachteten Schwellenwerten. Nur in einigen kleineren Segmenten mit Nominalwerten unter 10 Billionen US-\$ (d. h. weniger als 2% der gesamten ausstehenden Nominalwerte) deuten von der BIZ berechnete Herfindahl-Indizes auf eine erhöhte Marktkonzentration hin.⁷⁸ Der Ausschuss kam daher zu dem Schluss, dass **Risiken für die Finanzstabilität** aus Ausfällen von Forderungen gegenüber einzelnen großen Marktteilnehmern als **vergleichsweise gering** einzuschätzen sind.

Allerdings könnte die Marktkonzentration auch in größeren Segmenten kritische Werte erreichen. Gemäß der vom Eurosystem regelmäßig durchgeführten Umfrage zu den Kreditbedingungen an den Märkten für auf Euro lautende wertpapierbesicherte Finanzierungen und OTC-Derivate⁷⁹ ziehen sich viele global tätige Banken zumindest teilweise aus dem Market Making an den Derivatemärkten zurück. Mögliche Ursachen hierfür dürften vor allem eine geringere Risikotoleranz der Institute in Folge der Finanzkrise sowie höhere regulatorische Anforderungen sein, die mit zusätzlichen Kosten für die Derivatemarktteilnehmer einhergehen. Die Auswirkungen eines solchen Rückzugs auf die Liquidität der Derivatemärkte sind nicht eindeutig. Marktteilnehmer berichten indes von einem Rückgang der Liquidität.

Die **bedeutende Rolle der großen Dealerbanken** im Handel beziehungsweise im bilateralen Clearing spiegelt sich auch im Clearing über CCPs wider. Dort agieren diese Banken als sogenannte General Clearing Members (GCMs) und clearen sowohl Eigen- als auch Kundengeschäft. Die großen Dealerbanken sind dabei häufig an mehrere CCPs angeschlossen.

CCPs stellen sich als zentrale Gegenparteien zwischen Verkäufer und Käufer eines Derivatekontrakts und haben eine ausgeglichene Risikoposition, solange keine Clearingmitglieder ausfallen. Risiken können jedoch dadurch entstehen, dass einige wenige Clearingmitglieder – auch aufgrund des Clearings von Kundengeschäft – einen Großteil der Risikopositionen gegenüber einer CCP auf sich vereinen. Beispielsweise entfielen Mitte 2015 auf jeweils 10% der Clearingmitglieder großer europäischer CCPs zwischen rund einem und gut zwei Drittel der Gesamtrisikoposition der jeweiligen CCP (gemessen an den von den CCPs geforderten Sicherheiten). Diese Ungleichverteilung kann problematisch sein. Zwar müssen europäische CCPs den gleichzeitigen Ausfall der zwei Clearingmitglieder mit den größten Risikopositionen finanziell abdecken können. Weitere Ausfälle könnten jedoch schwer aufzufangen sein und insbesondere bei Ausfällen von Dealerbanken mit multiplen CCP-Mitgliedschaften mehrere CCPs gleichzeitig betreffen.

Hinsichtlich der Verteilung von Marktanteilen im zentralen Clearing von OTC-Derivaten zeigen sich gewisse Asymmetrien. So verfügen zum Beispiel beim Clearing von OTC-Zins- und

⁷⁷ Vergleich der Zahlen des Transaktionsregisters Depository Trust Clearing Corporation (DTCC) und der BIZ-Dreijahresumfrage unter 400 Banken aus 47 Ländern (Triennial Survey).

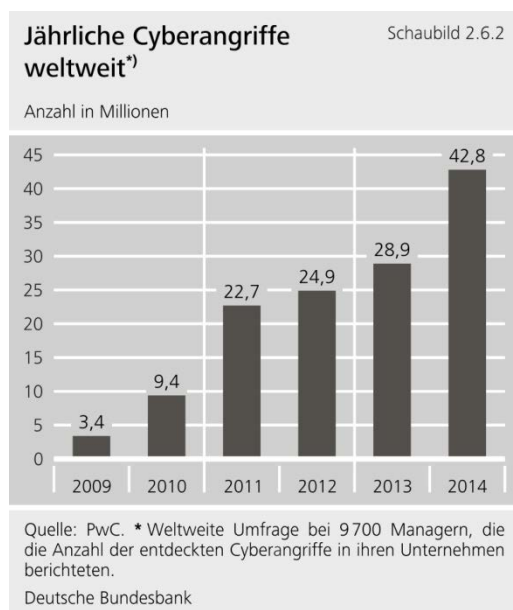
⁷⁸ Basierend auf Daten von Ende Juni 2015. Die Daten sind verfügbar unter <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

⁷⁹ Survey on Credit Terms and Conditions of Euro-Denominated Securities Financing and OTC Derivatives Markets (SESFOD)

-Kreditderivaten einige **wenige CCPs** über eine **nahezu monopolartige Stellung** am Markt.⁸⁰ Hohe Marktkonzentrationen finden sich auch im Clearing von börsengehandelten Derivaten, welche von den Dealerbanken unter anderem zur Absicherung von Positionen aus dem OTC-Derivatehandel genutzt werden.

Der Ausschuss stellte fest, dass es aufgrund der zum Teil hohen Marktkonzentrationen im Falle einer CCP-Abwicklung schwierig sein könnte, das wegbrechende Clearing-Angebot zu ersetzen. Das **Problem mangelnder Ersetzbarkeit** dürfte aufgrund von Kosten- und damit auch Wettbewerbsvorteilen großer CCPs tendenziell fortauern und diese hoch konzentrierten Strukturen in Zukunft weiter festigen. Der Ausschuss hob hervor, dass diese Zusammenhänge bei der **Entwicklung neuer Abwicklungsregime** für CCPs bedacht werden sollten. Zudem sollten Konzentrationsrisiken bei Dealerbanken und CCPs regelmäßig untersucht werden. Neben der Entwicklung der Marktkonzentration sollte des Weiteren kontinuierlich beobachtet werden, wie sich Regulierungsmaßnahmen (z. B. die Einführung einer Leverage Ratio) und andere Einflüsse auf die zentrale Rolle der Banken als Market Maker, Clearingmitglieder und Anbieter von Clearing-Dienstleistungen auswirken. Der Ausschuss wies auf die aktuellen Regulierungsdiskussionen in den europäischen und internationalen Finanzstabilitätsgremien hin, in denen es vor allem um die Widerstandsfähigkeit, Sanierung, Abwicklung und Vernetzung von CCPs geht.

Cyberisiken



Der Ausschuss setzte sich im Berichtszeitraum des Weiteren mit Cyberisiken auseinander. Cyberisiken resultieren aus **Angriffen auf Daten und IT-Systeme** und können deren Vertraulichkeit, Integrität und Verfügbarkeit gefährden. Solche Angriffe haben in den letzten Jahren **stark zugenommen** (Schaubild 2.6.2). Bei den Akteuren des Finanzsystems lassen sich beispielsweise durch Manipulation von Konten oder Zahlungsverkehrstransaktionen Gelder oder Daten für Betrugszwecke erbeuten. Durch Verbreitung von Falschinformationen können zudem etwa Aktienkurse manipuliert werden. Auch können Angriffe aus ideologischen Gründen erfolgen.

Cyberisiken können die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems gefährden. Für die Finanzstabilität sind vor allem Angriffe auf systemrelevante Marktteilnehmer bedeutsam. Ausfälle bei diesen können das gesamte System destabilisieren. Eine konkrete Gefährdung der Finanzstabilität

⁸⁰ Der Marktanteil von LCH.Clearnet Ltd. im Clearing von außerbörslichen Zinsderivaten beträgt 95%, vgl.: European Securities and Markets Authority (2014a). LCH.Clearnet SA und ICE Clear Europe bieten derzeit als einzige europäische CCPs das Clearing von OTC-Kreditderivaten an. Dabei hat ICE Clear Europe eine deutlich marktbeherrschende Stellung inne, besitzt allerdings noch keine aufsichtliche Zulassung nach der europäischen Verordnung EMIR. Vgl.: European Securities and Markets Authority (2014b).

kann etwa bestehen, wenn systemrelevante Dienstleistungen oder Transaktionen zwischen Banken nicht mehr oder nur mit erheblichen Einschränkungen angeboten werden können. In der Folge können Liquiditäts- und Kreditrisiken entstehen und sich im Finanzsystem ausbreiten. Cyberangriffe können auch Auswirkungen auf die Reputation von Marktteilnehmern haben und beispielsweise durch Verlust von Kundenvertrauen die Stabilität gefährden. Es gibt auch zielgerichtete Angriffe auf die Reputation. Werden etwa in sozialen Netzwerken Gerüchte gestreut, dass Banken insolvenzgefährdet seien, könnte dies zu Bank Runs, also massenhaften Abzügen von Bankeinlagen, führen.

Der Ausschuss kam zu dem Ergebnis, dass **Cyberrisiken** das **Potenzial** haben, die **Finanzstabilität zu gefährden**. Neben der Analyse finanzstabilitätsrelevanter Vorfälle finden regelmäßig Gespräche der Ausschussmitglieder mit wichtigen Akteuren statt. Solche Gespräche gibt es beispielsweise mit dem Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik, mit Marktteilnehmern sowie mit ausländischen Aufsichtsbehörden. Darüber hinaus betonte der Ausschuss die Notwendigkeit einer engen Begleitung durch die laufende Aufsicht. So werden beispielsweise im Rahmen der Bankenaufsicht bereits umfassende Anforderungen an die IT-Sicherheit von Banken gestellt beziehungsweise weiterentwickelt.

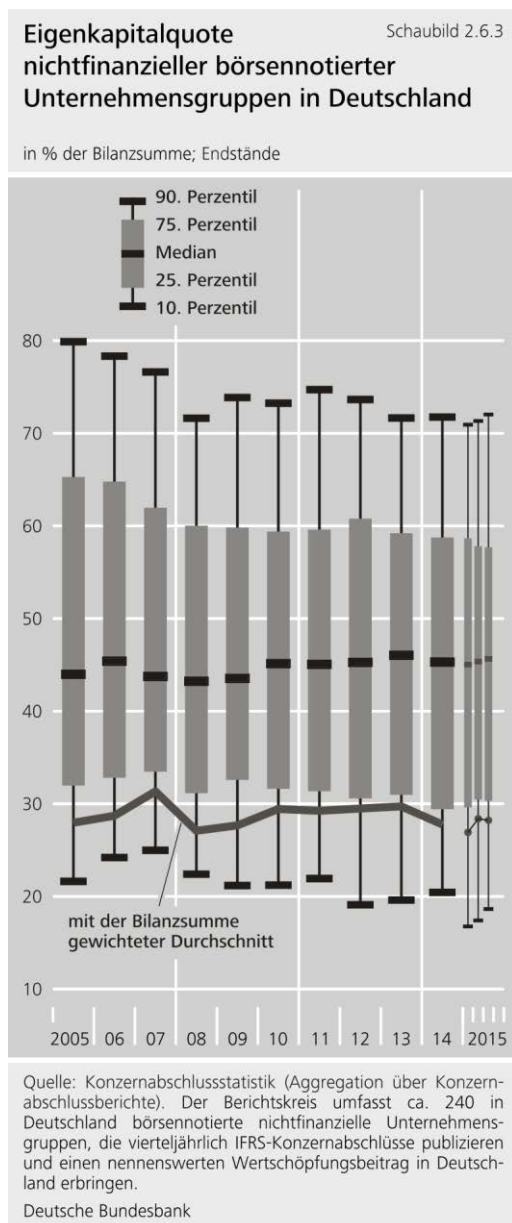
Risiken aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln

Der Ausschuss thematisierte im Berichtszeitraum erneut die Risiken, die sich aus der regulatorischen Privilegierung von Staatsschuldtiteln ergeben.⁸¹ Aus Sicht des Ausschusses sollten diese **Privilegien mittel- bis langfristig abgebaut** werden. Auf internationaler Ebene werden gegenwärtig mögliche Politikoptionen diskutiert, unter anderem in einer Arbeitsgruppe des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht. Auch in Europa gibt es Überlegungen, inwieweit Anpassungen des Regelwerks notwendig sind. Reformen des bestehenden Regelwerks sollten dabei auch der speziellen Situation des Euro-Raums als einer Währungsunion souveräner Staaten Rechnung tragen, ohne das Ziel des gemeinsamen Binnenmarkts in der Europäischen Union in Frage zu stellen.

Änderungen der regulatorischen Behandlung von Staatsschuldtiteln in Bankbilanzen können unter anderem helfen, den **Risikoverbund zwischen Staaten und Banken** aufzubrechen. Während aktuelle Reformen maßgeblich auf die Reduzierung der Ansteckungseffekte von Banken auf Staaten abzielen, wurden bislang keine ausreichenden Maßnahmen zur Reduzierung des Risikos angegangen, das von Staaten auf Banken ausgehen kann. Gerade der hohe und konzentrierte Bestand von Staatsschuldtiteln in Bankbilanzen stellt ein großes Ansteckungsrisiko von Staaten auf Banken dar. Daher sollten die regulatorischen Anstrengungen, neben einer **adäquaten Kapitalunterlegung** von Ausfallrisiken, auch auf eine **Reduzierung des Konzentrationsrisikos** von Banken gegenüber einzelnen Staaten zielen.

⁸¹ Zum Risikoverbund zwischen Staaten und Banken sowie zur Privilegierung staatlicher Verbindlichkeiten in internationalen wie auch europäischen Regelwerken vgl. u. a.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015), S. 35-37, Deutsche Bundesbank (2015a), S. 23-42 sowie European Systemic Risk Board (2015).

Risiken aus dem Unternehmenssektor



Die **Schulden- und Risikotragfähigkeit deutscher nichtfinanzieller Unternehmen** erscheint im internationalen Vergleich grundsätzlich als **solide**. Die Verteilung der Eigenkapitalquoten der in Deutschland börsennotierten nichtfinanziellen Unternehmensgruppen hat sich, gemessen nach internationalem Rechnungslegungsstandard IFRS, seit dem Jahr 2005 kaum verändert (Schaubild 2.6.3). Der Rückgang des gewogenen Mittels von Ende 2014 bis Ende März 2015 von rund 30% auf rund 27% ist insbesondere auf einen Anstieg der Pensionsrückstellungen im Niedrigzinsumfeld zurückzuführen. Er betrifft vor allem die großen Unternehmensgruppen des produzierenden Gewerbes. Im zweiten Quartal 2015 kehrte sich diese Entwicklung infolge gestiegener Marktzinsen wieder um. Ein langfristiger, struktureller Anstieg der Verschuldung ist – anders als in anderen EU-Mitgliedstaaten – nicht feststellbar.⁸² Auch die Schuldendienstquote (Zinsen/EBIT) ist mit rund 20% zeitlich konstant und im europäischen Vergleich niedrig.⁸³

Der Ausschuss hat sich vor diesem Hintergrund im Berichtszeitraum mehrfach mit **Bilanzierungsvorschriften** befasst. Damit trug er deren Bedeutung für die Finanzstabilität Rechnung. Bilanzierungsvorschriften beeinflussen maßgeblich die Informationsqualität von Unternehmensabschlüssen. Unzureichende Bilanzierungsvorschriften können bei Kapitalgebern zu systematischen Fehleinschätzungen führen und deren Verwundbarkeit erhöhen. Die resultierenden Risiken sind folglich meist systematischer und nicht

idiosynkratischer Natur und können die Finanzstabilität beeinträchtigen.

Hinsichtlich des internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS thematisierte der Ausschuss die **Entwicklung des bilanziellen Goodwills** seit der im Jahr 2003 erfolgten Abschaffung der planmäßigen Abschreibungen. Die DAX-30 Unternehmensgruppen wiesen im Jahr 2014 Goodwill in Höhe von 243 Mrd € aus. Dies entsprach rund 38% des gesamten Eigenkapitals oder rund 23% des Börsenwerts. Der Absolutbetrag des Goodwills hat sich seit dem Jahr 2000 mehr als verdreifacht. Aus Sicht des Ausschusses ist perspektivisch zu prüfen,

⁸² Vgl.: Financial Stability Board (2015).

⁸³ Siehe hierzu die Statistiken der BIZ zur Schuldendienstquote, verfügbar unter <http://www.bis.org/statistics/dsr.htm>

inwiefern die derzeitige Regelung prozyklische Bewertungseffekte hervorrufen und somit beispielsweise eine Überbewertung von Firmenwerten in konjunkturellen Aufschwungsphasen fördern kann.

Bezüglich der Rechnungslegungsvorschriften nach HGB diskutierte der Ausschuss die Anfang 2016 vom deutschen Gesetzgeber beschlossene Ausdehnung des Berechnungszeitraums des **Rechnungszinses für Pensionsrückstellungen** von sieben auf zehn Jahre. Während die nach IFRS bilanzierten Pensionsrückstellungen den erhöhten Zeitwert der Pensionsverpflichtungen im Niedrigzinsumfeld bereits vollständig widerspiegeln, ergeben sich bei den nach HGB bilanzierten Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller deutscher Unternehmen Ende 2015 stille Lasten in Höhe von etwa 56 Mrd € bis 72 Mrd €. Die Gesetzesänderung wird die Anpassung an das Marktzinsniveau verzögern (Schaubild 2.6.4). Der Ausschuss wies darauf hin, dass dies die Informationsfunktion von Jahresabschlüssen potenziell beeinträchtigen könnte, möglichen Risiken für die Finanzstabilität jedoch mit der vorgesehenen Ausschüttungssperre entgegengewirkt wird.⁸⁴

Abzinsungszinssätze für Pensionsrückstellungen^{*)}

Schaubild 2.6.4

in %, Monatswerte



* Berechnet als mehrjähriger Durchschnitt der Marktzinsen (Null-Kupon-Euro-Swapzinssätze) für eine Restlaufzeit von 15 Jahren.

Deutsche Bundesbank

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Zweiter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2015.

Deutsche Bundesbank (2015a), Geschäftsbericht 2014, März 2015.

Deutsche Bundesbank (2015b), Stellungnahme vom 18. August zur Entschließung des Deutschen Bundestages zum HGB-Rechnungszins für Pensionsrückstellungen (BT-Drs. 18/5256), verfügbar unter http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2015_12_15_hgb_rechnungszins.pdf

European Securities and Markets Authority (2014a), Clearing Obligation under EMIR, Consultation Paper No. 1, Juli 2014.

⁸⁴ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2015b).

European Securities and Markets Authority (2014b), Clearing Obligation under EMIR, Consultation Paper No. 3, Oktober 2014.

European Systemic Risk Board (2015), Report on the Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, März 2015.

Financial Stability Board (2015), Corporate Funding Structures and Incentives, Final Report, August 2015.

3 Zusammenarbeit mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken

Zur Wahrung der Finanzstabilität sind auch grenzüberschreitende Aspekte in den Blick zu nehmen. Die Aufgaben des Ausschusses erfordern daher die Zusammenarbeit mit anderen finanzstabilitätsrelevanten Gremien und Institutionen auf nationaler, europäischer und globaler Ebene. Ein besonders enger Austausch besteht mit dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB), der mit der makroprudenziellen Überwachung des gesamten Finanzsystems der Europäischen Union mandatiert ist.

Der Ausschuss beschäftigte sich im Berichtszeitraum regelmäßig mit wichtigen im ESRB behandelten Themen. Im Hinblick auf die ESRB-Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen⁸⁵ übermittelte der Ausschuss seinen Umsetzungsbericht an den ESRB, die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority: EBA) und den Rat der Europäischen Union. Darin wurden die **makroprudenzielle Strategie des Ausschusses**⁸⁶ und weitere bislang ergriffene Maßnahmen zur Umsetzung der Empfehlung erläutert.

Zudem befasste sich der Ausschuss mit zwei im Dezember 2015 beschlossenen ESRB-Empfehlungen zu **grenzüberschreitenden Aspekten beim Einsatz makroprudenzieller Maßnahmen**. Ziel der Empfehlungen ist es, regulatorische Arbitrage und negative Auswirkungen auf andere Mitgliedstaaten einzudämmen sowie Effektivität und Konsistenz beim Einsatz von Maßnahmen sicherzustellen. Die Empfehlung zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern⁸⁷ zielt darauf ab, den antizyklischen Kapitalpuffer für nennenswerte Risikopositionen gegenüber einem relevanten Drittland in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union gleich hoch zu setzen. Die Empfehlung zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen⁸⁸ enthält Voraussetzungen und Vorgaben, wann makroprudenzielle Maßnahmen eines anderen Mitgliedstaates anerkannt werden sollten. Dies soll gewährleisten, dass gleiche oder vergleichbare Maßnahmen für die eigene Jurisdiktion eingesetzt werden, wenn der ESRB dies empfiehlt (sog. Reziprozität).

Schließlich informierte der Ausschuss den ESRB über seine im Juni 2015 veröffentlichte Empfehlung **zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien**.⁸⁹

Quellenverzeichnis

Ausschuss für Finanzstabilität (2014), Erster Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Juni 2014.

⁸⁵ Vgl.: European Systemic Risk Board (2013).

⁸⁶ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2014), S. 42-53.

⁸⁷ Vgl.: European Systemic Risk Board (2015a).

⁸⁸ Vgl.: European Systemic Risk Board (2015b).

⁸⁹ Vgl.: Ausschuss für Finanzstabilität (2015).

Ausschuss für Finanzstabilität (2015), Empfehlung **zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien**, Juni 2015.

European Systemic Risk Board (2013), Empfehlung zu Zwischenzielen und Instrumenten für makroprudenzielle Maßnahmen, April 2013.

European Systemic Risk Board (2015a), Empfehlung zur Anerkennung und Festlegung der Quoten für den antizyklischen Kapitalpuffer für Risikopositionen gegenüber Drittländern, Dezember 2015.

European Systemic Risk Board (2015b), Empfehlung zur Bewertung der grenzüberschreitenden Auswirkungen und der gegenseitigen Anerkennung auf freiwilliger Basis in Bezug auf makroprudenzielle Maßnahmen, Dezember 2015.

Anhang

A | Geschäftsordnung des Ausschusses für Finanzstabilität

Vom 18. März 2013

Auf Grund des § 2 Absatz 4 Satz 4 des Finanzstabilitätsgesetzes vom 28. November 2012 gibt sich der Ausschuss für Finanzstabilität einvernehmlich folgende, zuletzt durch Beschluss des Ausschusses vom 15. September 2015 geänderte, Geschäftsordnung:

§ 1

Mitglieder des Ausschusses

(1) Als stimmberechtigte Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität benennen:

- das Bundesministerium der Finanzen (Bundesministerium) den beamteten Staatssekretär oder die beamtete Staatssekretärin, in deren Aufgabenbereich die Finanzmarktpolitik liegt sowie die Abteilungsleiter oder Abteilungsleiterinnen die für die Finanzmarktpolitik und für volkswirtschaftliche Grundsatzfragen zuständig sind;
- die Deutsche Bundesbank die Mitglieder ihres Vorstandes mit Zuständigkeit für Finanzstabilität sowie Bankenaufsicht und den Zentralbereichsleiter bzw. die Zentralbereichsleiterin für Finanzstabilität;
- die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht den Präsidenten bzw. die Präsidentin sowie die für Bankenaufsicht und Versicherungsaufsicht zuständigen Exekutivdirektoren bzw. Exekutivdirektorinnen.

Der Bundesminister bzw. die Bundesministerin der Finanzen und der Präsident bzw. die Präsidentin der Deutschen Bundesbank können jederzeit an den Sitzungen des Ausschusses teilnehmen. In diesem Fall nimmt eines der benannten Mitglieder ihrer Institutionen nicht teil.

(2) Der Vorsitzende/die Vorsitzende des Leitungsausschusses der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung gehört dem Ausschuss als beratendes Mitglied ohne Stimmrecht an.

(3) Für die Mitglieder benennen die vorgenannten Institutionen Vertretungen. Ist eine Vertretung verhindert, so kann ausnahmsweise eine andere Vertretungsperson benannt werden. Die Vertretungspersonen sollen in ihrem Zuständigkeitsbereich mit Fragen der Finanzstabilität befasst sein.

(4) Das Bundesministerium, die Deutsche Bundesbank, die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung teilen die von ihnen benannten Mitglieder und Vertretungen dem beim Bundesministerium eingerichteten Sekretariat des Ausschusses mit. Im Verhinderungsfalle von Mitgliedern oder Vertretungen wird dem Sekretariat des Ausschusses rechtzeitig mitgeteilt, welche andere Vertretungsperson teilnehmen wird.

§ 2

Vorsitz und Sekretariat

(5) Den Vorsitz hat der Staatssekretär/die Staatssekretärin aus dem Bundesministerium inne. Ist er/sie verhindert, so kann er/sie den Vorsitz auf ein anderes Mitglied des Ausschusses aus dem Bundesministerium delegieren. Nimmt der Bundesminister/die Bundesministerin der Finanzen teil, übernimmt er/sie den Vorsitz.

(6) Das beim Bundesministerium eingerichtete Sekretariat des Ausschusses unterstützt den Vorsitz bei der Organisation der Sitzungen. Es führt eine Liste der Personen, die nach § 2 Absatz 3 des Finanzstabilitätsgesetzes Mitglieder des Ausschusses sind, einschließlich der Kontaktdetails zwecks Erreichbarkeit im Notfall.

§ 3

Einberufung zur Sitzung

(1) Der Vorsitz soll den Ausschuss bei Bedarf, mindestens aber einmal im Quartal, zur Sitzung einberufen. Der Ausschuss ist vom Vorsitz zur Sitzung einzuberufen, wenn ein Mitglied dies aus wichtigem Grund verlangt.

(2) Der Vorsitz stimmt die ordentlichen Sitzungstermine für ein Kalenderjahr im Voraus mit den übrigen Mitgliedern ab.

(3) Die Einladung erfolgt nicht später als zwei Wochen vor dem Sitzungstermin in Textform und muss den Beginn und den Ort der Sitzung sowie einen Entwurf der Tagesordnung enthalten. Enthält nicht bereits die Einladung die wesentlichen Unterlagen (Anträge, Ausarbeitungen zu den beratungsbedürftigen Tagesordnungspunkten), soll der Vorsitz diese in der Regel nicht später als eine Woche vor dem Sitzungstermin an die Mitglieder verteilen. Bei Eilbedürftigkeit kann davon abgewichen werden.

§ 4

Teilnahme

(1) Ist ein Mitglied an der Teilnahme gehindert, hat es dies dem Vorsitz rechtzeitig vor der Sitzung mitzuteilen. Der Vorsitz ist vor der Sitzung über die Teilnahme der Vertretungsperson zu informieren.

(2) An den Sitzungen des Ausschusses nehmen die Mitglieder, im Verhinderungsfall ihre Vertretungspersonen, und das Sekretariat teil. Sie können von je einem oder einer Bediensteten ihrer Behörde begleitet werden. Der Vorsitz kann auch auf Vorschlag anderer Mitglieder unter Einhaltung der Vertraulichkeitsanforderungen externe Sachverständige und sonstige Dritte hinzuziehen. Die Teilnahme von Dritten ist den Mitgliedern vorab, spätestens mit Beginn der Sitzung mitzuteilen. Die Teilnahme von Dritten kann auf einzelne Tagesordnungspunkte beschränkt werden.

(3) Der Vorsitz informiert zu Beginn der Sitzung über das Ausscheiden von Mitgliedern, die Neubenennung von Mitgliedern und etwaige Stellvertretungen.

(4) Der Vorsitz kann Mitgliedern oder ihren Vertretungspersonen die Teilnahme per Telefon- oder Videozuschaltung gestatten, falls sie andernfalls verhindert wären. Die

Sitzungen können auch als Telefon- oder Videokonferenz abgehalten werden, es sei denn mindestens drei stimmberechtigte Mitglieder erheben hiergegen Einwände.

§ 5

Tagesordnung

(1) Die Tagesordnung und die Reihenfolge der einzelnen Tagesordnungspunkte werden vom Vorsitzenden vorgeschlagen und werden zu Beginn jeder Sitzung vom Ausschuss verabschiedet. Die Mitglieder können Anträge zur Tagesordnung beim Vorsitz stellen. Ein Tagesordnungspunkt wird auf Antrag des Vorsitzenden oder von mindestens drei stimmberechtigten Mitgliedern abgesetzt, wenn die dazugehörigen Unterlagen den Mitgliedern nicht rechtzeitig zugegangen sind.

(2) Sofern die Deutsche Bundesbank in Erfüllung ihrer Aufgabe nach § 1 Absatz 1 Nummer 1 des Finanzstabilitätsgesetzes schriftliche Ausarbeitungen erstellt hat, verteilt der Vorsitz diese ihm vorab übermittelten Ausarbeitungen rechtzeitig an die Mitglieder.

(3) Die Tagesordnung kann auch während der Sitzung durch Beschluss des Ausschusses erweitert werden, insbesondere um Beratungen und Abstimmungen über Anträge zur Beschlussfassung.

§ 6

Vertraulichkeit

Die Sitzungen sind nicht öffentlich. Die Beratungen des Ausschusses sind vertraulich. Der Vorsitz weist die an der Sitzung teilnehmenden Personen zu Beginn jeder Sitzung bzw. bei Dritten zu Beginn ihrer Teilnahme auf ihre Verschwiegenheitspflicht nach § 7 des Finanzstabilitätsgesetzes hin.

§ 7

Beschlussfassung

(1) Anträge zur Beschlussfassung müssen als solche bezeichnet werden und können von jedem stimmberechtigten Mitglied nicht später als zwei Wochen vor einer Sitzung in Textform eingereicht werden. Die Anträge sollen mit einer Begründung versehen werden. Anträge zur Beschlussfassung über die Abgabe einer Warnung oder Empfehlung (§ 3 Absatz 1 und 2 des Finanzstabilitätsgesetzes) müssen mit einer Begründung versehen werden. In Anträgen zur Beschlussfassung über die Abgabe einer Empfehlung können mehrere unabhängig voneinander umsetzbare Maßnahmen (Optionen) vorgeschlagen werden. In Fällen besonderer Dringlichkeit können Abweichungen von Frist und Form zugelassen werden.

(2) Der Ausschuss ist beschlussfähig, wenn eine Mehrheit der stimmberechtigten Mitglieder anwesend ist und das Bundesministerium, die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit jeweils mindestens einer stimmberechtigten Person in der Sitzung vertreten sind. Der Vorsitz stellt die Beschlussfähigkeit fest. Ist keine Beschlussfähigkeit gegeben, kann die Sitzung unterbrochen oder vertagt werden.

(3) Beschlüsse bedürfen der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen, soweit nichts anderes bestimmt ist. Die Abgabe von Warnungen und Empfehlungen, deren Veröffentlichung und die Annahme der Berichtsvorlage nach § 2 Absatz 9 des Finanzstabilitätsgesetzes können nicht gegen die Stimmen der anwesenden Vertreter der Deutschen Bundesbank beschlossen werden. Der Vorsitz wirkt darauf hin, dass Entscheidungen über die in § 2 Abs. 5 Satz 2 des Finanzstabilitätsgesetzes genannten Antragsgegenstände einstimmig ergehen.

(4) Die Abstimmung erfolgt nach Aufruf durch den Vorsitz durch Handzeichen, sofern nichts anderes vereinbart ist. Jede stimmberechtigte Person hat eine Stimme. Der Vorsitz stellt das Ergebnis von Abstimmungen fest.

(5) Der Vorsitz kann in geeigneten Fällen einen Beschluss auch außerhalb von Sitzungen im Wege der Umfrage in Textform, auch per E-Mail oder Telefax, herbeiführen, es sei denn mindestens drei stimmberechtigte Mitglieder erheben hiergegen Einwände (Umlaufverfahren). Der Ausschuss ist hierbei beschlussfähig, wenn sich eine Mehrheit der Mitglieder an der Abstimmung beteiligt. Über das Ergebnis der Abstimmung hat der Vorsitz die Mitglieder unverzüglich zu unterrichten.

§ 8

Warnungen und Empfehlungen

(1) Beschließt der Ausschuss die Abgabe einer Warnung oder Empfehlung, wird diese dem Adressaten durch den Vorsitz bekanntgegeben. Soweit nicht anders beschlossen, erfolgt die Bekanntgabe unverzüglich und in Schriftform.

(2) Sofern eine Empfehlung veröffentlicht werden soll, erhält der Adressat die Gelegenheit zur Stellungnahme.

(3) Die Veröffentlichung einer Warnung oder Empfehlung erfolgt in einer Presseerklärung. § 9 Absatz 4 Satz 3 findet Anwendung. Der Vorsitz veranlasst zusätzlich die alsbaldige Veröffentlichung im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers. Der Ausschuss kann in seinem Beschluss über die Veröffentlichung bestimmen, dass diese in anderer Form erfolgt.

(4) Eingehende Mitteilungen, Unterrichtungen und Begründungen der Adressaten nach § 3 Absatz 4 des Finanzstabilitätsgesetzes sowie Mitteilungen der Deutschen Bundesbank nach § 1 Absatz 1 Nummer 4 des Finanzstabilitätsgesetzes leitet der Vorsitz unverzüglich an die Mitglieder weiter.

(5) Im Fall des § 3 Absatz 4 Satz 3 des Finanzstabilitätsgesetzes und bei Nichtbefolgung einer Vorschrift des § 3 Absatz 4 des Finanzstabilitätsgesetzes durch den Adressaten einer Empfehlung beschließt der Ausschuss über das weitere Vorgehen. Der Vorsitz beruft bei Bedarf zu diesem Zweck eine Sitzung ein, sofern er nicht das Umlaufverfahren für ausreichend erachtet.

§ 9

Niederschrift und Presseerklärung

(1) Über das Ergebnis der Sitzung fertigt das Sekretariat den Entwurf einer Niederschrift an, die enthält:

- den Ort, den Beginn und das Ende der Sitzung,

- die Namen der in der Sitzung anwesenden Personen,
- die Beratungsgegenstände,
- gestellte Anträge,
- wesentliche Ergebnisse und Beschlüsse,
- Stimmenverhältnisse bei Abstimmungen.

(2) Der Entwurf der Niederschrift wird vom Vorsitz unterzeichnet und den Mitgliedern spätestens zwei Wochen nach der Sitzung zur Genehmigung im Umlaufverfahren übersandt.

(3) Die Wirksamkeit der gefassten Beschlüsse ist nicht von der abschließenden Genehmigung der Niederschrift abhängig.

(4) Der Ausschuss kann nach der Sitzung eine Presseerklärung zu Beratungsgegenständen veröffentlichen. Gegebenenfalls beschließt der Ausschuss in der Sitzung einstimmig und auf Grundlage einer beim Vorsitz erstellten Vorlage über die Veröffentlichung einer Presseerklärung und ihren Inhalt. Soweit nicht anders beschlossen, veranlassen die Mitglieder die Veröffentlichung der Presseerklärung auf den Internetseiten des Bundesministeriums, der Deutschen Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

§ 10

Bericht an den Deutschen Bundestag

Die Deutsche Bundesbank erstellt den Bericht nach § 2 Absatz 9 des Finanzstabilitätsgesetzes. Der Entwurf soll den Mitgliedern des Ausschusses spätestens zwei Wochen vor der für das zweite Quartal geplanten Sitzung übermittelt werden. Die vom Ausschuss angenommene Berichtsvorlage wird nachfolgend vom Vorsitz als Bericht dem Deutschen Bundestag übermittelt.

§ 11

Inkrafttreten

Diese Geschäftsordnung tritt mit Beschluss in der konstituierenden Sitzung des Ausschusses am 18. März 2013 in Kraft.

B | Mitglieder des Ausschusses für Finanzstabilität

Bundesministerium der Finanzen:

Dr. Thomas Steffen, Staatssekretär, Vorsitzender des Ausschusses

Dr. Levin Holle, Abteilungsleiter Finanzmarktpolitik

Dr. Ludger Schuknecht, Abteilungsleiter Grundsatzfragen und Wirtschaftspolitik

Deutsche Bundesbank:

Prof. Dr. Claudia M. Buch, Vizepräsidentin

Dr. Andreas Dombret, Mitglied des Vorstands

Dr. Karlheinz Bischofberger, Zentralbereichsleiter Finanzstabilität

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht:

Felix Hufeld, Präsident

Raimund Röseler, Exekutivdirektor Bankenaufsicht

Dr. Kay-Uwe Schaumlöffel, Abteilungsleiter Versicherungsaufsicht 5
(bis 30. September 2015 kommissarisch)

Dr. Frank Grund, Exekutivdirektor Versicherungs- und Pensionsfondsaufsicht
(seit 1. Oktober 2015)

Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung:

Dr. Herbert Walter, Vorsitzender des Leitungsausschusses (ohne Stimmrecht)
(bis 31. Januar 2016)

Dr. Jutta Dönges, Vorsitzende des Leitungsausschusses (ohne Stimmrecht)
(seit 1. Februar 2016)

C | Sitzungstermine im Berichtszeitraum

- 30. Juni 2015
- 15. September 2015
- 10. Dezember 2015
- 17. März 2016