

Vertragliche Liquiditätsoptionen für den Krisenfall: ein Diskussionsvorschlag

Heinz Zimmermann

Universität Basel, Juni 2023

Genügend Eigenkapital und Liquidität stellen die beiden zentralen Voraussetzungen und Instrumente dar, um Banken gegenüber einer Krise zu schützen. Ein hohes Eigenkapital schafft nicht nur Vertrauen, sondern liefert auch einen Risikopuffer zur Abfederung gegenüber Verlusten. Mit dem Liquiditätsmanagement soll die Bank demgegenüber die Voraussetzung schaffen, die Zahlungen vereinbarungsgemäss zu leisten, wozu insbesondere auch die Bedienung der Rückzüge der Depositäre gehören.

Eine Rückblende: die trügerische Trennung von Solvenz und Liquidität

Die lehrbuchmässige und regulatorisch durch Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen unterstützte Trennung erweist sich allerdings als wenig praxistauglich, wenn es darum geht, Banken in einer Krise zu retten. Der Niedergang der CS im Frühling 2023 veranschaulicht diesen Sachverhalt in nur allzu deutlicher Weise. Noch vier Tage vor der notfallmässig angekündigten Übernahme durch die UBS, am 15. März, haben die Schweizerische Nationalbank (SNB) und die Finanzmarktaufsicht (Finma) in einer gemeinsamen Medienmitteilung bekanntgegeben, dass die für die Schweizer Finanzinstitute geltenden strengen Kapital- und Liquiditätsanforderungen für die Stabilität der Institute sorgen, und dass die CS die an systemrelevante Banken gestellten Anforderungen an Kapital und Liquidität erfülle. Weiter wurde festgehalten, dass die SNB der CS im Bedarfsfall Liquidität zur Verfügung stelle. Dieser Bedarfsfall scheint schon am gleichen Tag eingetreten zu sein, denn die SNB gewährte ein Notfall-Liquiditätsdarlehen (*Emergency Liquidity Assistance*, ELA) im Umfang von 50 Mrd CHF. War die Bank also solvent, aber illiquide?

Grundsätzlich darf die SNB aufgrund des Bundesgesetzes über die Schweizerische Nationalbank (Art. 9) einer Geschäftsbank Kredite nur gegen ausreichende Sicherheiten gewähren. Bei ausserordentlichen Liquiditätshilfen (ELA) wird *zusätzlich* und explizit gefordert, dass das unterstützte Institut für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung sei, solvent sein muss (Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank über das geldpolitische Instrumentarium, Abschnitt 6), wozu die Stellungnahme der Finma eingeholt wird. Dies müsste also bedeuten, dass die CS vier Tage vor der Übernahme als solvent galt. Diese Einschätzung widerspricht jedoch diametral jener des Kapitalmarktes, wo für die Absicherung des CS-Gegenparteiisikos eine Prämie von über 1000 bp, d.h. mehr als 10% des Nennwerts, bezahlt wurde. Die Einschätzung lässt sich auch nicht mit der Tatsache vereinbaren, dass bereits vier Tage später eine finalisierte Übernahme durch die UBS bekanntgegeben wurde – was bei einer solventen Bank unnötig gewesen wäre. Man muss vermuten, dass der Nothilfekredit trotz Insolvenz – oder zumindest aufgrund einer sich abzeichnenden Insolvenz – gewährt wurde, um einen Bankenkrise zu vermeiden, da ein Nothilfegesetz offenbar nicht zur Hand war. Es scheint ferner, dass die Liquiditäts- und Eigenkapitalanforderungen keinen relevanten Informationsgehalt für die tatsächliche Einschätzung der finanziellen Situation einer

angeschlagenen Bank aufweisen. Vier Tage später waren die erforderlichen Sicherheiten nicht mehr vorhanden oder die Bank wurde als insolvent betrachtet resp. die Insolvenz liess sich nicht mehr abwenden.

War die CS vier Tage vor der notfallmässigen Rettung in Form der Übernahme und der ausserordentlichen Liquiditätshilfen insolvent oder illiquide? War die Unterscheidung im Hinblick auf die ergriffenen Massnahmen relevant – oder stand nicht einfach die Liquiditätssituation unabhängig von der Solvenz im Vordergrund? Die Antworten bleiben offen. Jedoch zeigt der Fall, dass Solvenz *im* Krisenfall schwer gegenüber Liquidität abzugrenzen ist.

Die Lösung dieses Problems sollte darin bestehen, für Liquiditätsengpässe einer Bank im Krisenfall zu einem Zeitpunkt vorzusorgen, in der diese noch solvent ist. Es leuchtet nicht ein, weshalb für die Liquidität nicht die gleichen Regeln gelten sollten wie beim Bail-in im Falle der Rekapitalisierung im Sanierungsfall: nämlich durch stehende Liquiditätsfazilitäten, auf welche in einem heute definierten Umfang mit heute definierten Sicherheiten zu heute definierten Bedingungen zurückgegriffen werden kann. Auf diesen Punkt wird später unter dem Stichwort «Liquiditätsoptionen» näher eingegangen. Dieser Lösungsvorschlag steht in Kontrast zum notfallmässigen Liquiditätshilfedarlehen der SNB (ELA+), welches in Ermangelung anderer Sicherheiten und unter Zeitdruck lediglich mit einem Konkursprivileg abgesichert werden konnte. Die Werthaltigkeit dieser Sicherheit muss hinterfragt werden.

ELA+ als geldpolitischer Sündenfall: Kredit ohne Sicherheit

Die privilegierten Forderungen, wozu die Sicherheiten des ELA+-Darlehens gehören, fallen in die 2. Konkursklasse, stehen dort jedoch ganz am Schluss. Welche Forderungen werden vorher bedient? Es gehört zur schweizerischen Besonderheit der Abwicklung einer konkursiten Bank, dass die durch die Einlagensicherung gedeckten Einlagen (ohne Vorsorgegelder) sofort, d.h. vor dem eigentlichen Konkursverfahren, so weit als möglich über die vorhandene Liquidität der Bank ausbezahlt werden. In der ersten Konkursklasse folgen die Lohnforderungen und Pensionskassenguthaben der Angestellten. In der zweiten Konkursklasse befinden sich nach den Sozialversicherungsbeiträgen die privilegierten Forderungen, welche die gesicherten Einlagen der Kunden (soweit sie durch die Einlagensicherung der Esisuisse nicht abgedeckt sind), Kassenobligationen, Guthaben der Säule 3a sowie Gelder auf Freizügigkeitskonti (jeweils bis 100'000 pro Person) umfassen. Erst nach all diesen Forderungen werden die Darlehen aus ELA+ bedient! Zu beachten ist ferner, dass Umfang und Qualität der zur Verfügung stehenden Vermögenswerte durch die für die ordentliche ELA zu leistenden Sicherheiten geschmälert werden. Eine Quantifizierung des Werts des für ELA+ gewährten Konkursprivilegs ist aufgrund der öffentlich zugänglichen Informationen ausgeschlossen. Dass die liquiden Mittel der Bank im Konkursfall bereits durch die Einlagensicherung zu einem grossen Teil aufgebraucht sind, zeigen die folgenden Zahlen: Per 31.12.2021 meldeten die Banken und Wertpapierhäuser gemäss Esisuisse rund 502 Milliarden Franken an gesicherten Guthaben, die beiden Grossbanken weisen davon einen Anteil von rund 25% auf. Verteilt man diesen Anteil (mangels detaillierterer Informationen) zu gleichen Teilen, resultieren für die CS gesicherte Einlagen von rund 65 Mrd CHF – welchen im betreffenden Zeitpunkt eine Liquidität von 165 Mrd gegenüberstand. Der Wert zeigt die Bedeutung der

liquiden Mittel bei der Einlagensicherung! Dieser Wert ist jedoch per Ende 2022 auf knapp 70 Mrd gesunken. Im Rahmen des Kollokationsverfahrens stehen natürlich sämtliche liquiderbaren Anlagen einer Bank zur Verfügung; so betrugen die hochliquiden Anlagen (HQLA) der CS Ende 2021 230 Mrd, ein Jahr später allerdings nur noch knapp 120 Mrd.

Ex-post Liquiditätshilfen sind ordnungspolitisch fragwürdig

Viel grundsätzlicher als die Werthaltigkeit des Konkursprivilegs stellt sich, wie oben angedeutet, die Frage nach der ordnungspolitischen Würdigung der gewählten Notmassnahmen. Die am Wochenende des 18./19. März 2023 gewählte Lösung, über eine Notfallverordnung die erforderliche Liquidität durch ein Konkursprivileg und Bundesgarantie zu gewähren, war in der gegebenen Situation, in Anbetracht der sich abzeichnenden Abflüsse auf Wochenbeginn, nachvollziehbar und wohl auch richtig, um eine systemweite Bankenkrise abzuwenden.

Trotzdem ist die Lösung ordnungspolitisch fragwürdig und ist im Hinblick auf zukünftige Krisen durch eine gesetzliche Grundlage abzulösen. Leistungen in Form ausserordentlicher Liquidität, welche durch die Zentralbank im Bedarfsfall zur Verfügung gestellt werden, müssen gemäss des Versicherungsprinzips *ex ante* abgegolten werden, ob sie beansprucht werden oder nicht. Es handelt sich um ein Optionsrecht, bei welchem die Partei, welche im Hinblick auf einen Schaden- oder Krisenfall die vertraglich vereinbarten Risiken trägt, mit einer Prämie zu entschädigen ist. Dies erfordert allerdings ein erweitertes Mandat beim Einbezug der Zentralbanken im Hinblick auf Krisen systemrelevanter Banken.

Liquiditätsoptionen auf vertraglicher Basis

So wie Banken durch die Emission von Bail-in Kapital in Zeiten, in welchen sie solvent sind, für die Verstärkung ihrer Kapitalbasis im Krisenfall vorsorgen und die Fremdkapitalgeber für diese Option in Form einer höheren Rendite entschädigen, ist es angezeigt, dass sie ihren Liquiditätsbedarf für den Krisenfall durch Liquiditätsoptionen gegenüber der Zentralbank oder mehreren Zentralbanken abzusichern haben.

Als Gegenargument wird angeführt, dass Zentralbanken die erforderliche Liquidität im Krisenfall sowieso zur Verfügung stellen. Dieses Selbstverständnis bezieht sich jedoch nur auf solvente Banken, und die vorangehende Diskussion zeigt, dass sich Insolvenz und Illiquidität im Stressfall, aufgrund der gängigen Kennzahlen, kaum unterscheiden lassen. Aus diesem Grund muss die Liquiditätssicherung in einem Zeitpunkt stattfinden, in dem die Solvenz nicht zweifelhaft ist.

Liquiditätsoptionen zeichnen sich durch drei zentrale Elemente aus: erstens handelt es sich um vertraglich verbindliche Liquiditätsdarlehen, mit dem die Banken im Krisenfall – bei Unterschreitung der regulatorisch festgelegten Liquiditätsanforderungen – im Maximum rechnen können; zweitens werden die dafür zu erbringenden resp. zulässigen Sicherheiten (*collaterals*) mit den dafür angewandten Sicherheitsabschläge (*haircuts*), samt der Verzinsung des gezogenen Betrags, verbindlich und unveränderbar festgelegt; drittens ist der Zentralbank für diese Option auf dem garantierten Betrag eine Prämie zu entrichten. Die Höhe des

maximalen Darlehensbetrags orientiert sich an den gesamten (ggf. nur den durch die Einlagensicherung gedeckten) Depositen oder den ordentlichen Liquiditätsanforderungen (den *liquidity coverage ratio*, LCR, gemäss Basel III), wobei der durch Optionen gesicherte Betrag ganz oder teilweise an die HQLA (*high-quality liquid assets*) angerechnet wird oder als gesonderte Fazilität behandelt wird. Der Maximalbetrag wird von der Zentralbank verbindlich festgelegt und laufend überwacht.

Dieser Vorschlag ist weniger radikal als er auf den ersten Blick erscheint. Der langjährige Gouverneur der Bank of England, Mervin King¹, schlägt mit der Rolle der Zentralbanken als «Pfandleiher für alle Fälle» (*pawnbroker for all seasons*) ein ähnliches Modell vor, als Alternative des – nicht umsetzbaren und kaum effizienten – Chicago Plans, der in der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre eine hundertprozentige Deckung der Einlagen der Banken durch Sichteinlagen forderte.² Der Vorschlag wurde neulich von Paul Tucker, ehem. Leiter des Systemic Risk Council, wieder aufgenommen, indem er fordert, dass kreditgebende Banken genügend HQLA-Sicherheiten bei den Zentralbanken zu hinterlegen hätten, um die Gesamtheit ihre kurzfristigen Einlagen an einem einzigen Tag decken zu können.³

Liquiditätsoptionen gehen deutlich weniger weit und sind schonender und damit kosteneffizienter, da die Banken in ihrer Kreditvergabe und Vermögensanlage deutlich weniger eingeschränkt sind, als wenn sie die Liquidität in Form von Staatstiteln oder Zentralbankguthaben halten müssen. Sie sehen jedoch eine Abgeltung der Liquiditätsfazilitäten durch eine Optionsprämie vor. Eine solche Gebühr ist nicht nur unter marktwirtschaftlichen und ordnungspolitischen Gesichtspunkten erforderlich, sondern auch, damit die Opportunitätskosten gegenüber der alternativen Haltung tieferverzinslicher HQLA vergleichbar sind.

Liquiditätsoptionen sind selbst im Regelwerk des Basler Ausschusses zu alternativen Liquiditätskonzepten (Ziffer 31.12) unter der Bezeichnung «vertraglich zugesagte Liquiditätsfazilität» (*contractual CLF, committed liquidity facility*) vorgesehen, und zwar mit dem ausdrücklichen Zusatz «gegen Gebühr» (*for a fee*).⁴ Ursprünglich für Banken in Ländern mit einem Mangel an Staatsschuldtiteln und entsprechenden Schwierigkeiten bei der Erfüllung der Liquiditätsanforderungen gedacht, erlaubt der Ausschuss seit 2014 auch Ländern ohne einen Mangel an Staatsschuldtiteln die Anrechnung von CLFs an die HQLA. Allerdings waren die regulatorisch vorgegebenen Mindestbedingungen anfänglich wenig attraktiv zur Verwendung von CLFs. Das einzige Land, welches diese Möglichkeit seit 2015 in grösserem Stil genutzt hat, war Australien, was eine Beurteilung der Erfahrungen bei der Umsetzung von CLFs erlaubt.⁵ In neuerer Zeit wird der Nutzen von CLFs selbst für das US Bankensystem als erweiterte liquiditätssichernde Option hervorgehoben.⁶

¹ M. King: *The End of Alchemy*, Verlag Abacus, 2016, pp. 269 ff

² Das Ziel bestand darin, die Geldschaffung und Kreditgewährung des Bankensystems zu separieren.

³ Interview am 8. Mai 2023, Financial Times.

⁴ Basel Committee on Banking Supervision: LCR Liquidity Coverage Ratio LCR31. Alternative Liquidity Approaches. Version 15. Dezember 2019

⁵ Siehe dazu insbesondere M. Bergmann, E. Connolly und J. Muscatello: *The committed liquidity facility*. Reserve Bank of Australia, Bulletin, September 2019, sowie A. Brischetto und L. Jurkovic: *The committed liquidity facility*, Reserve Bank of Australia, Bulletin, Juni 2021

⁶ Siehe dazu bspw. B. Nelson vom US Bank Policy Institute: *Show them the money: Why the Fed should adopt CLFs*, Risk Net, 1. April 2022

Implementation

Die institutionelle Ausgestaltung von Liquiditätsoptionen hängt natürlich vom geldpolitischen Instrumentarium der jeweiligen Zentralbank ab. In Australien erfolgte dies über Repos (*repurchase operations*) und dürfte deshalb für das schweizerische Bankensystem besonders aufschlussreich sein. Konkret erlaubten die Kontrakte den Banken, bei der Reserve Bank of Australia (RBA) Liquiditätsdarlehen innerhalb eines definierten Zeitraums zum Repo-Zinssatz mit einem Aufschlag von 25 Basispunkten aufzunehmen. Der Knackpunkt der Vertragsbedingungen liegt in der Festlegung der Sicherheiten samt Sicherheitsabschlägen sowie die Bestimmung der Optionsprämie. In der Schweiz müsste die SNB die Liste der repofähigen Papiere erweitern und deren Bewertung festlegen oder eine Zusatzkategorie für die zugelassenen Vermögenswerte einführen. In Australien unterliegt jedes einzelne CLF-Repo der Zustimmung der Zentralbank. Selbstverständlich sind auch Lösungen ausserhalb von Repos möglich, um den Kreis der besicherbaren Aktiva zu erweitern.

Wie immer die Ausgestaltung dieses Instruments erfolgt, liegt das entscheidende Merkmal des Lösungsansatzes darin, dass der Erwerb von Liquiditätsoptionen zwingend ist und der damit begründete Liquiditätsanspruch auf einer vertraglichen Vereinbarung mit einer solventen Bank beruht und dabei insbesondere der Kreis der besicherbaren Aktiva definiert und die angewandten Sicherheitsabschläge frühzeitig festgelegt werden. Als besondere Herausforderung erweist sich – und erwies sich auch in der australischen Erfahrung – die Festlegung der Optionsprämie. Diese sollte so bemessen sein, dass die Nettokosten der Liquiditätsoption für die Bank den Kosten eines regulären, repräsentativen HQLA-Portfolios mit Vermögenswerten der Stufen 1 und 2, welche sich für die Liquiditätsanforderungen qualifizieren, entspricht. Mit den entsprechenden Renditen ausgedrückt: $R(\text{CLF_Assets}) - \text{Prämie} = R(\text{HQLA_Assets})$. Dabei ist allerdings zu beachten, dass sich das CLF-Optionsrecht auf das Liquiditätsrisiko beschränkt und beim Wertverlust der Sicherheiten Nachschüsse zu leisten sind; das Markt- und Kreditrisiko der Sicherheiten verbleibt also bei der Bank und erfordert einen Abschlag von der erwähnten Renditedifferenz. Die RBA legte anfänglich eine Optionsprämie von 15 Basispunkten fest, welche sich als etwas zu tief erwies und später um 2 Basispunkte angehoben wurde. Eine wichtige Rolle hinsichtlich der Anreizeffekte, Liquiditätsoptionen gegenüber traditionellen HQLA zu verwenden, spielt die Dynamisierung der Prämiengestaltung.

Auch wenn sich bei der praktischen Implementation viele Fragen stellen, handelt es sich, was Verbindlichkeit und Transparenz betrifft, um eine prüfenswerte, regulatorisch anerkannte Lösung der Liquiditätssicherung im Krisenfall, welche gegenüber den praktizierten Notfalllösungen unverkennbare Vorteile aufweist. Insbesondere erübrigt sie die im Krisenfall unmögliche Trennung zwischen Solvenz und Illiquidität als Grundlage für die rechtmässige Gewährung von Liquiditätsdarlehen.