

Zum „Bad Bank“-Modell der Bundesregierung

Weiterer Baustein der staatlichen Finanzmarktstabilisierung

Die schwere Finanzmarktkrise und die daraus resultierende hohe Unsicherheit drohen weiterhin die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu belasten. Das im Oktober 2008 verabschiedete Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)¹⁾ hat durch die bisher durchgeführten Maßnahmen des Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) einen unbestreitbar wichtigen Stabilisierungsbeitrag geleistet. Die Entwicklung der letzten Monate hat aber gezeigt, dass diese Maßnahmen nicht ausgereicht haben, um die Unsicherheit für das Finanzsystem und die Realwirtschaft zu beseitigen, die aus der Ungewissheit über die Werthaltigkeit von Problemaktiva insbesondere in den Bankbilanzen resultiert. Daher hat die Bundesregierung am 13. Mai 2009 nicht zuletzt wegen der Erfahrungen mit früheren Finanzkrisen, die zeigen, dass eine „Entgiftung“ von Bilanzen eine wichtige Voraussetzung für die Rückkehr des Vertrauens in den Finanzsektor ist, den Gesetzentwurf zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung beschlossen, der im Kern eine Bereinigung der Bilanzen durch Auslagerung hoch abschreibungsgefährdeter Finanzaktiva auf Zweckgesellschaften („Bad Banks“) vorsieht. Das Gesetzesvorhaben befindet sich nunmehr im parlamentarischen Prozess.

Ziele und wichtige Kriterien

Das grundlegende Ziel des staatlichen Handelns ist die Stabilisierung des Bankensystems und des Finanzmarktes. Dabei sollten wie bei jeder staatlichen Unterstützung aber auch ordnungspolitische Grundprinzipien beachtet und nicht zuletzt das finanzielle Risiko für die Allgemeinheit möglichst weitgehend begrenzt werden. Daraus ergeben sich wichtige Kriterien für die Ausgestaltung einer „Bad Bank“-Lösung:

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2008, S. 32–33 bezüglich der Darstellung der Inhalte des FMStG in seiner Fassung vom 17. Oktober 2008. — 2 Im Folgenden wird das „Bad Bank“-Modell in seinen Grundzügen gemäß dem Regierungsentwurf grob skizziert. Die Ausgestaltung ist teilweise noch zu konkretisieren, und weitere Veränderungen und Anpassungen sind im gesetzgeberischen Prozess möglich. Parallel zum hier vorgestellten Modell arbeitet die Bundesregierung an einem umfassenderen Modul zur Übertragung weiterer Risikopositionen und Geschäftsfelder. — 3 Hierzu gehören insbesondere weitreichende Offenlegungspflichten bezüglich der wertgeminderten

Entlastung der Bilanzen und Rückkehr des Vertrauens in Unternehmen des Finanzsektors

Für die Finanzmarktstabilität bedeutsame Unternehmen des Finanzsektors sollten von hoher Unsicherheit und Risiken befreit werden, indem der wirksame bilanzielle Abgang der Risikopapiere aus den Bankbilanzen gewährleistet wird. Neue Eigen- und Fremdkapitalgeber sollten von Risiken aus Wertänderungen der problembehafteten Wertpapiere abgesichert werden.

Gewährleistung einer möglichst verursachergerechten Verlustverteilung: Entlastung der Unternehmen, aber nicht der Risikokapitalgeber

Eigen- und Risikokapitalgeber tragen in der Marktwirtschaft das Risiko aus unternehmerischer Tätigkeit und profitieren von den Chancen. Dem steht gegenüber, dass insbesondere systemrelevante Unternehmen durch den Staat im Fall einer existenziellen Gefahr abzuschirmen sind, um die Stabilität des Finanzsystems im öffentlichen Interesse zu erhalten. Dies gilt aber nicht für die Vermögensposition der Anteilseigner, die Risikokapital zur Verfügung gestellt haben.

Nachrangigkeit der Haftung des Staates und weitgehende Schonung der Staatsfinanzen

Aufgabe des Staates ist es, in einer Krise die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems zu gewährleisten. Er sollte dabei aber soweit möglich nachrangig zu den Risikokapitalgebern haften. Die Chancen und Risiken aus den eingegangenen Geschäften der Unternehmen sollten daher – wie dies im Übrigen auch bei Nichtnutzung des „Bad Bank“-Modells der Fall ist – so weit möglich bei den Alt-eigentümern verbleiben.

Risikoübernahme nur bei tragfähigem Geschäftskonzept und ausreichender Kapitalausstattung

Von der Risikoübernahme begünstigte Unternehmen des Finanzsektors sollten sowohl ein tragfähiges Geschäfts-

Aktiva und die Gewährleistung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung, einer soliden Geschäftspolitik und eines soliden Geschäftsmodells. Ferner müssen die übertragenden Unternehmen bezüglich der Gestaltung ihrer Vergütungssysteme dieselben Auflagen wie beim Rekapitalisierungsinstrument erfüllen. — 4 Stichtag nicht vor dem 31. März 2009; andernfalls gilt der nach den geltenden Vorschriften für den Jahresabschluss ermittelte Buchwert zum 31. März 2009. — 5 Laut EU-Kommission handelt es sich bei dem tatsächlichen wirtschaftlichen Wert um den Übernahmewert, der den zugrunde liegenden langfristigen wirtschaftlichen Wert der Vermögenswerte widerspiegelt und hier-

konzept als auch aktuell und perspektivisch eine ausreichende Kapitalausstattung aufweisen. Ziel ist nicht der Ausgleich aus heutiger Sicht zu erwartender Verluste durch den Staat oder der Erhalt nicht profitabler Institute oder Geschäftsbereiche, sondern die Beseitigung krisenverschärfender Unsicherheit im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung der fundamentalen Werthaltigkeit illiquider, komplexer Bankaktiva.

Bewertungsproblematik möglichst ohne Auswirkung auf Verlustverteilung

Die verlässliche Feststellung des tatsächlichen wirtschaftlichen Wertes der problembehafteten Wertpapiere dürfte derzeit nur sehr begrenzt möglich sein. Die Entscheidung über umfangreiche finanzielle Risiken für den Staat wird gleichwohl auf (sachverständige) Dritte verlagert werden müssen. Vor diesem Hintergrund sollten die Folgen von Fehlbewertungen hinsichtlich der endgültigen Verlustverteilung auf Staat und Eigenkapitalgeber möglichst begrenzt werden.

Das „Bad Bank“-Modell in seinen Grundzügen²⁾

Freiwillige Teilnahmemöglichkeit vor allem systemrelevanter Institute

Über die Zulassung zur Teilnahme am staatlichen „Bad Bank“-Modell entscheidet die Finanzmarktstabilisierungsanstalt auf Antrag des jeweiligen Unternehmens unter besonderer Berücksichtigung seiner Systemrelevanz, der Dringlichkeit und des Grundsatzes der Wirtschaftlichkeit und Effektivität der eingesetzten Mittel. Der Kreis der Antragsberechtigten ist im Vergleich zu den anderen Stabilisierungsinstrumenten nach FMStG enger gefasst und umfasst nur Kreditinstitute, Finanzholding-Gesellschaften oder deren Tochterunternehmen (nachstehend: übertragende Unternehmen), die ihren Sitz bereits zum 31. Dezember 2008 im Inland hatten. Eine Teilnahme ist nur innerhalb einer Frist von sechs Monaten

bei die zugrunde liegenden Cashflows sowie die längerfristigen Ausichten berücksichtigt. Vgl.: EU-Kommission, Mitteilung der Kommission über die Behandlung wertgeminderter Aktiva im Bankensektor der Gemeinschaft vom 25. Februar 2009. — **6** Einschl. damit verbundener Absicherungsgeschäfte. Beispiele hierfür sind Asset Backed Securities (ABS), Residential oder Commercial Mortgage Backed Securities (RMBS, CMBS) oder Collateralized Debt Obligations (CDO). — **7** Die Höhe des Abschlags wird vom SoFFin im Einzelfall festgelegt. — **8** Der gleichbleibende Anteil errechnet sich als der Unterschiedsbetrag (reduzierter Buchwert abzüglich Fundamentalwert) dividiert durch die An-

nach Verkündung des Fortentwicklungsgesetzes und unter Erfüllung diverser Voraussetzungen³⁾ möglich. Ein Rechtsanspruch zur Teilnahme besteht nicht; allerdings können Unternehmen auch nicht zur Teilnahme verpflichtet werden.

Auslagerung problembehafteter Finanzaktiva auf eine Zweckgesellschaft zum reduzierten Buchwert

Zur Auslagerung wertgeminderter finanzieller Aktiva wird eine Zweckgesellschaft (ZwG) gegründet, die keine Banklizenz benötigt. Die problembehafteten Finanzaktiva werden dann zum sogenannten reduzierten Buchwert auf die ZwG übertragen. Dieser beträgt entweder 90 % des Buchwerts des letzten geprüften Jahresabschlusses⁴⁾ oder entspricht, falls dieser Wert höher ist, dem tatsächlichen wirtschaftlichen Wert⁵⁾. Letzterer ist vom übertragenden Unternehmen zu ermitteln, und diese Bewertung ist durch einen vom SoFFin benannten sachverständigen Dritten zu prüfen sowie durch die Bankenaufsicht zu bestätigen. Der pauschale Abschlag auf den Buchwert darf nur in der Höhe vorgenommen werden, in der das übertragende Unternehmen eine Kernkapitalquote von mindestens 7 % einhalten kann.

Der Kreis der auf die ZwG zu übertragenden wertgeminderten finanziellen Aktiva erstreckt sich auf sogenannte strukturierte Wertpapiere.⁶⁾ Nicht mit einbezogen sind beispielsweise einfache Buchkredite. Überdies dürfen nur wertgeminderte Finanzaktiva durch die ZwG übernommen werden, die vor dem 31. Dezember 2008 vom übertragenden Unternehmen erworben wurden.

Finanzierung durch staatsgarantierte Schuldverschreibungen der Zweckgesellschaft

Finanziert wird die Übertragung der wertgeminderten Finanzaktiva zum reduzierten Buchwert durch die Ausgabe verzinslicher Schuldverschreibungen der ZwG an das übertragende Unternehmen in gleicher Höhe. Die von der ZwG emittierten Schuldverschreibungen werden

zahl der vollen Jahre der Laufzeit der Garantie. Aufgrund der Höchstlaufzeit der Ausgleichszahlungsverpflichtung von 20 Jahren entspricht der jährliche Anteil mindestens einem Zwanzigstel des Unterschiedsbetrages. — **9** Nach der ursprünglichen Systematik des Gesetzes war vorgesehen, die problembehafteten Aktiva zum Buchwert an die Zweckgesellschaft zu übertragen und eine zeitlich gestreckte Ausgleichszahlung in Höhe der Differenz zwischen dem Buchwert und dem Fundamentalwert einzufordern. Der jetzt im Gesetz vorgesehene, pauschal um 10 % reduzierte Buchwert führt im Fall der Übertragung von Aktiva auf eine ZwG zu einer sofort fälligen Abschreibung zulas-

noch: Zum „Bad Bank“-Modell der Bundesregierung

vom SoFFin gegen Entrichtung einer marktgerechten Vergütung garantiert. Diese bemisst sich unter anderem nach einem institutsspezifischen Prozentsatz des Höchstbetrages der zur Verfügung gestellten Garantie zur Abdeckung des Ausfallrisikos und einer Marge. Die Laufzeit der Garantie darf die vertragliche Laufzeit des am längsten laufenden strukturierten Wertpapiers nicht übersteigen.

Bilanzentlastung des übertragenden Unternehmens

Aus Sicht des übertragenden Unternehmens findet eine wirksame Bilanzentlastung durch den Tausch wertgeminderter, risikobehafteter Finanzaktiva gegen sichere, vom SoFFin garantierte und verzinsliche Anleihen statt. Diese können einerseits zu Refinanzierungszwecken beim Eurosystem genutzt werden und andererseits aufgrund einer niedrigeren Risikogewichtung den Umfang der erforderlichen Eigenkapitalunterlegung reduzieren. Beide Faktoren dürften die Kreditvergabe stützen.

Abgeltung der Differenz zwischen reduziertem Buchwert und Fundamentalwert gestreckt über bis zu 20 Jahre, maximal bis zur Höhe des an die Anteilseigner auszuschüttenden Betrages

Um zu gewährleisten, dass die ZwG aus heutiger Sicht nicht mit einem Verlust abschließt und somit die Garantieübernahme nicht zum Eintritt des Staates führt, ist die Zahlung eines zeitlich gestreckten Ausgleichsbetrages durch das übertragende Unternehmen vorgesehen. Zur Berechnung der Höhe der Ausgleichszahlung ist zunächst der sogenannte Fundamentalwert der Papiere zu bestimmen. Dieser berechnet sich als der tatsächliche wirtschaftliche Wert abzüglich eines Risikoabschlags.⁷⁾ Die Differenz zwischen dem reduzierten Buchwert und dem Fundamentalwert bestimmt den erwarteten Verlust und somit die Höhe der Ausgleichszahlung, die jedoch zeitlich gestreckt für die Dauer der Laufzeit der Garantie, höchstens jedoch für 20 Jahre, vom übertragenden

ten des Eigenkapitals und damit auch zu einer Verringerung der Kreditunterlage des Instituts. Daneben ist weiterhin der vom SoFFin vorzunehmende zusätzliche Risikoabschlag bei Berechnung des Fundamentalwerts vorgegeben. Darüber hinaus würde eine verstärkte Unsicherheit bei den Instituten erzeugt, wenn die EU-Kommission nicht nur das Gesetz und den gesetzeskonformen Vollzug, sondern jeden Einzelfall nach beihilferechtlichen Kriterien prüfen würde. — **10** Dieser Stundung steht die sofortige Übertragung von verzinslichen Schuldverschreibungen über die gesamte Laufzeit in Höhe des redu-

zierten Buchwerts gegenüber. Folglich erhalten die übertragenden Unternehmen Zinszahlungen auf einen noch zu tilgenden Verlust in Höhe der Differenz zwischen reduziertem Buchwert und Fundamentalwert. Um diese Subvention zu verhindern, soll die Garantiegebühr diesen Zinsvorteil berücksichtigen. — **11** In diesem Fall sind die Verluste größer als die Differenz zwischen dem reduzierten Buchwert und dem Fundamentalwert. — **12** Sollten übertragende Unternehmen nicht in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft verfasst sein, muss der SoFFin eine entsprechende Nachhaftungspflicht in den

Übertragende Unternehmen sind von weiteren Risiken abgesichert

Die übertragenden Unternehmen tragen somit nach der Abschreibung auf den reduzierten Buchwert keine weiteren Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren. Sie sind vor möglichen zusätzlichen Abschreibungen auf die wertgeminderten Aktiva und damit vor einer darin begründeten weiteren Verschlechterung ihrer Solvenz-situation geschützt.

Alteigentümer weiter an allen Chancen und zum guten Teil an Risiken beteiligt, Staat haftet erst nachrangig, neue Kapitalgeber sind von Risiken abgesichert

Um sicherzustellen, dass der Staat allenfalls nachrangig für etwaige Verluste haftet und dass gleichzeitig die derzeitigen Risikokapitalgeber ordnungspolitisch angemessen (und wie im Falle der Nichtnutzung des „Bad Bank“-Modells) für Chancen und Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren möglichst weitgehend verantwortlich bleiben, ist sowohl eine „Nachhaftung“ als auch eine „Nachgewinnbeteiligung“ vorgesehen. Dies entschärft die Bepreisungsproblematik merklich, da mög-

che Fehleinschätzungen nur begrenzten Einfluss auf die letztendliche Gewinn- beziehungsweise Verlustverteilung haben.

Hinsichtlich der Verteilung potenzieller Gewinne ist vorgesehen, dass im Falle eines positiven Saldos zugunsten der ZwG nach vollständiger Verwertung der wertgeminderten Finanzaktiva die Gewinne der ZwG dem übertragenden Unternehmen zur Auskehrung an seine Anteilseigner überlassen werden. Folglich würde der SoFFin zwar durch die Garantiegebühr eine Entschädigung für das übernommene Verlustrisiko erhalten, er würde aber nicht an möglichen weiteren Gewinnen partizipieren.

Sollten die über die Laufzeit der Garantie gezahlten Ausgleichsbeträge nicht ausreichen, um Verluste gegenüber dem reduzierten Buchwert auszugleichen,¹¹⁾ sind die Anteilseigner des übertragenden Unternehmens nach Verwertung des betroffenen strukturierten Wertpapiers verpflichtet, diese im Rahmen einer Nachhaftung auch über die Laufzeit der Garantie hinaus – aus dem an sie auszuschüttenden Betrag (den Dividenden) – auszugleichen. Dieser zusätzliche Verlustausgleich kann auch durch Ausgabe von Aktien an den SoFFin erfolgen. Eine Verjährung der Ansprüche des SoFFin ist ausgeschlossen.¹²⁾ Allerdings ist bei der derzeit vorgesehenen Ausgestaltung die Haftung der Risikokapitalgeber insofern spürbar eingeschränkt, als die endgültige Verwertung der strukturierten Papiere und damit auch die endgültige Verlustfeststellung teilweise weit in der Zukunft liegt und zwischenzeitlich ausgeschüttete Dividenden von der Haftung ausgenommen sind.¹³⁾

Um die übertragenden Unternehmen für neues Kapital attraktiv zu machen und letzteres von Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren abzuschirmen, ist die Emission von Vorzugsaktien (auch mit Stimmrechten) möglich.¹⁴⁾ Diese haben im Gegensatz zu den übrigen Anteilseignern im Falle der Nachhaftung einen Vorzug vor den Ansprüchen des Fonds. Somit wird das übertragende

Unternehmen für neue Kapitalgeber attraktiv, da diese nicht durch unkalkulierbare Risiken aus problembehafteten Aktiva belastet werden (allerdings profitieren sie auch nicht von möglichen Gewinnen aus der Verwertung der problembehafteten Aktiva). Dabei sollte allerdings darauf geachtet werden, dass die Vorzugsaktionäre nur in dem Maße Anspruch auf verteilbare Gewinne haben wie es ihrem prozentualen Anteil am Grundkapital entspricht, um zu verhindern, dass hierdurch der Anspruch des Staates auf vorrangige Haftung des derzeit vorhandenen Eigenkapitals eingeschränkt wird.

Alles in allem profitiert der Staat somit nicht von möglichen Überschüssen aus der Verwertung der problembehafteten Wertpapiere und haftet gleichzeitig auch nur nachrangig nach den Risikokapitalgebern. Gleichwohl übernimmt er das Risiko, dass die künftigen Dividenden zur Deckung der Verluste (und die darauf im weiteren Verlauf entstehenden Zinslasten) nicht ausreichen.¹⁵⁾ Nur hierin sollte der staatliche Stabilisierungsbeitrag bestehen. Die Übernahme dieses Risikos ist unvermeidlich, wenn der Staat die Insolvenz einer systemischen Bank abschließen will und Fremdkapitalgeber sowie künftige Eigenkapitalgeber von Risiken abgeschirmt werden sollen. Es ist gleichwohl sicherzustellen, dass die Haftung der Alteigentümer nicht durch Ausschüttungen, Kapitalverkürzungen oder Ähnliches vor Eintritt des Haftungsfalles unterlaufen werden kann.¹⁶⁾

Die derzeitigen Anteilseigner bleiben durch die Teilnahme am „Bad Bank“-Modell – wie im Falle des Verbleibs der Wertpapiere bei dem übertragenden Unternehmen – jedoch sachgerecht an Chancen und Risiken der betroffenen Finanztitel beteiligt. Die Kreditinstitute werden durch die Teilnahme von künftigen Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren abgeschirmt und für neue Kapitalgeber attraktiv. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten kann dadurch gemindert werden.

Garantiebedingungen festlegen. — 13 Eine konsequentere Umsetzung einer nachrangigen Haftung des Staates bei Nutzung des „Bad Bank“-Modells könnte z.B. darin liegen, sämtliche Dividenden (mit Ausnahme an neue Vorzugsaktionäre) in die ZwG einfließen zu lassen und den Aktionären im Gegenzug handelbare Genussscheine auf die Gewinne der ZwG zuzuteilen. Eine solche Ausgestaltung beliebt tatsächlich alle Chancen und Risiken bei den derzeitigen Risikokapitalgebern. Die handelbaren Genussscheine würden jederzeit die Realisierung der erwarteten Gewinne (einschl. der in der ZwG „angespar-

ten“ Dividenden) ermöglichen. — 14 Bis zur Hälfte des am Tage des Inkrafttretens des Gesetzes bestehenden Grundkapitals. — 15 Mit anderen Worten, wenn (vereinfacht betrachtet) der Barwert aus den Verlusten der problematischen Wertpapiere größer ist als der Barwert des heutigen Eigenkapitals des übertragenden Unternehmens. — 16 Sollte sich abzeichnen, dass der auflaufende Verlust die Erträge aus dem Eigenkapital (Dividenden) zu übersteigen droht, sollte sichergestellt sein, dass das übertragende Unternehmen dies nicht durch das Eingehen großer Risiken zu kompensieren versucht.