

Prof. Dr. Christoph Kaserer
Lehrstuhl für Finanzmanagement
und Kapitalmärkte
Technische Universität München
Arcisstraße 21
D-80290 München

Tel. +49/89/289 25489

christoph.kaserer@wi.tum.de

www.fm.wi.tum.de

„Staatliche Hilfen für Banken und ihre Kosten – Notwendigkeit und Merkmale einer Ausstiegsstrategie“

Gutachter: Prof. Dr. Christoph Kaserer

Veröffentlichung: 29. Juli 2010

Umfang: 82 Seiten

Dieses Gutachten ist im Auftrag der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft (INSM) entstanden. Redaktionsschluss für dieses Gutachten war der 30. April 2010, so dass es den Informationsstand zu diesem Zeitpunkt widerspiegelt. Soweit Informationen, die nach diesem Datum bekannt wurden, verarbeitet worden sind, ist dies ausdrücklich kenntlich gemacht. Ich möchte mich bei Christoph Jäckel und Christoph Rothballe für die wertvolle Unterstützung bei der Erstellung dieses Gutachtens bedanken.

1	Einleitung	6
2	Die Rolle des Staates im Bankensektor	7
2.1	Die Verschiebung der Marktanteile durch die Finanzmarktkrise	7
2.2	Die Bedeutung eines marktwirtschaftlich organisierten Bankensektors	11
3	Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen der Bundesregierung	17
3.1	Stützungsmaßnahmen für den deutschen Bankensektor	17
3.1.1	<i>Maßnahmen der EZB</i>	19
3.1.2	<i>Maßnahmen des Bundes</i>	20
3.2	Fallbezogene Darstellung der Rettungsmaßnahmen	30
3.2.1	<i>Hypo Real Estate</i>	30
3.2.2	<i>Commerzbank</i>	33
3.3	Maßnahmen auf Länderebene	35
3.3.1	<i>Der Fall der BayernLB</i>	37
3.3.2	<i>Der Fall der WestLB</i>	38
3.4	Weitere Stabilisierungsmaßnahmen der Bundesregierung	40
4	Exitstrategien und die Kosten der Finanzmarktkrise	43
4.1	Exitstrategien im privaten Bankensektor	43
4.2	Konsolidierung des Landesbankensektors	45
4.3	Mögliche Exitszenarien im Bankensektor	46
4.3.1	<i>Anteilsverkauf an Minderheitsinvestoren</i>	46
4.3.2	<i>Anteilsverkauf an Mehrheitsinvestoren</i>	49
4.3.3	<i>Fusion und Kapitalerhöhungen</i>	55
4.3.4	<i>Zusammenfassende Würdigung der Exitstrategien</i>	56
4.4	Bewertungsszenarien bei Privatisierungen	57
4.5	Schätzung der direkten Kosten der Finanzmarktkrise	64
5	Zusammenfassung und Ausblick	72
6	Literatur	74

TabellenverzeichnisOrdinarius an der
Technischen Universität München

Tabelle 1: Übersicht über staatliche Verpflichtungen und Auslagen.....	19
Tabelle 2: Gewährter Garantierahmen des SoFFin in Mrd. Euro	22
Tabelle 3: Übersicht über die Bereitstellungs- und Inanspruchnahmeprovisionen (in Basispunkten) für ausgewählte Garantieverträge mit dem SoFFin	24
Tabelle 4: Kapitalmaßnahmen des SoFFin in Mrd. Euro	25
Tabelle 5: Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen auf Länderebene	36
Tabelle 6: Umfang und Struktur des Konjunkturpakets II (Haushaltsbelastung gegenüber 2008, in Mrd. Euro).....	42
Tabelle 7: Ergebnisüberblick der verschiedenen Bewertungsverfahren zum Stichtag 1. März 2010	63
Tabelle 8: Geschätzte Gesamtbelastung der öffentlichen Haushalte in Mrd. Euro	71

Abbildungsverzeichnis

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Abbildung 1: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen an der Bilanzsumme (in %)	9
Abbildung 2: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen am Einlagenvolumen (in %)	10
Abbildung 3: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen am Kreditvolumen (in %)	10
Abbildung 4: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen an der Bilanzsumme (in %)	11
Abbildung 5: Das Zweckgesellschaftsmodell	28
Abbildung 6: Das Konsolidierungsmodell	30
Abbildung 7: Aktionärsstruktur der Commerzbank und der Hypo Real Estate vor und nach den staatlichen Rettungsmaßnahmen	48
Abbildung 8: Aktienkursentwicklung der IKB	55
Abbildung 9: Vor- und Nachteile der unterschiedlichen Exit-Optionen	56
Abbildung 10: Aktienkursentwicklung der Commerzbank und der Hypo Real Estate seit dem staatlichen Anteilsverkauf	59
Abbildung 11: Aktuelle Multiplikatoren der Vergleichsgruppe	61
Abbildung 12: Historische Entwicklung des Preis-Buchwert- und des Preis-Gewinn Multiplikators der deutschen Banken	64
Abbildung 13: Überblick über die Annahmen und Ergebnisse der Berechnung der Garantiekosten	67
Abbildung 14: Überblick über die Gesamtkosten der Stabilisierungsmaßnahmen (ohne Garantien der Länder)	69

AbkürzungsverzeichnisOrdinarius an der
Technischen Universität München

ABS	Asset Backed Securities
AidA	Anstalt in der Anstalt
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
bspw.	beispielsweise
DCF	Discounted Cash Flow
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
EZB	Europäische Zentralbank
FMSA	Finanzmarktstabilisierungsaufsicht
FMSStErgG	Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz
FMSStG	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FMSStFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
HRE	Hypo Real Estate Group
IKB	Industriekreditbank
IPO	Initial Public Offering
IWF	Internationaler Währungsfonds
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
LBB	Landesbank Berlin Holding
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
PB	Preis-Buchwert
PG	Preis-Gewinn
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
ROE	Return on Equity
S&P	Standard & Poor's
SoFFin	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
SPV	Special Purpose Vehicle
TARP	Troubled Asset Relief Program

1 Einleitung

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Dieses Gutachten ist im Auftrag der Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft (INSM) entstanden. Es beschäftigt sich mit den durch die Finanzmarktkrise ausgelösten Bankenrettungspaketen in Deutschland. Neben einer detaillierten Beschreibung dieser Rettungspakete steht die Frage im Vordergrund, wie der Staat mit den bestehenden oder durch die Krise erworbenen Beteiligungen weiter verfahren soll. Dabei wird auf die Notwendigkeit einer Exitstrategie hingewiesen. Diese Notwendigkeit ergibt sich nicht nur aus grundsätzlichen ordnungspolitischen Überlegungen, sondern auch deshalb, weil die Finanzmarktkrise gezeigt hat, mit welchen enormen Risiken unternehmerisches Handeln des Staates in der Finanzmarktkrise verbunden ist.

Zur Veranschaulichung dieser Risiken unternimmt dieses Gutachten auch den Versuch, die direkten fiskalischen Kosten der Finanzmarktkrise abzuschätzen. Im Rahmen dieser Abschätzung kann dann auch untersucht werden, welcher Anteil dieser direkten Kosten auf die staatlich kontrollierten Banken entfällt.

Es muss darauf hingewiesen werden, dass die Abschätzung dieser Kosten natürlich nur auf der Grundlage heute öffentlich verfügbarer Informationen erfolgen kann (Redaktionsschluss für dieses Gutachten war der 30. April 2010). Eine detaillierte Bewertung der Bankbeteiligungen mit fortgeschrittenen Methoden der Unternehmensbewertung war daher naturgemäß nicht möglich. Ebenso mussten eine Reihe von pauschalen Annahmen hinsichtlich verschiedener bewertungsrelevanter Größen getroffen werden. Und schließlich sei auch erwähnt, dass sämtliche Betrachtungen auf heutigen oder historischen Bewertungsrelationen beruhen. Wie sich die Märkte in den nächsten Jahren tatsächlich entwickeln werden, kann heute noch niemand vorhersagen. Insoweit sind die getroffenen Abschätzungen als vorsichtig ermittelte Erwartungen auf der Grundlage des heutigen Informationsstandes zu bewerten.

Insgesamt versucht diese Studie einen Beitrag zu einer sachlichen Diskussion zu den wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen aus der Finanzmarktkrise zu

leisten. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Frage, welche Rolle der Staat künftig im Bankensektor spielen soll.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

2 Die Rolle des Staates im Bankensektor

2.1 Die Verschiebung der Marktanteile durch die Finanzmarktkrise

Es ist hinlänglich bekannt, dass der hiesige Bankensektor durch staatliche Aktivitäten erheblich beeinflusst wird. Hierfür ist nicht zuletzt das so genannte Drei-Säulen-System verantwortlich. Danach wird der Bankensektor geprägt durch die Koexistenz drei großer Institutsgruppen, nämlich den Sparkassen, den Kreditgenossenschaften und den Privatbanken.

Der Versuch einer Quantifizierung der Rolle des Staates im Bankensektor wird in Abbildung 1 bis Abbildung 3 unternommen. Dort sind auf der Grundlage der von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Daten die Marktanteile der verschiedenen Institutsgruppen seit 1992 abgetragen.¹ Die Marktanteile werden dabei auf der Grundlage der Bilanzsumme, der Einlagen oder der ausgereichten Kredite gemessen.

Das Bild differiert etwas, je nachdem, ob man sich die Einlagen- oder Kreditseite anschaut. Cum grano salis kann man aber sagen, dass über die letzten knapp 20 Jahre die öffentlichen Banken auf der Einlagenseite Marktanteile zu Gunsten der privaten Banken verlieren, dafür aber auf der Kreditseite ihre Marktanteile halten können. Ähnliches gilt im Übrigen auch für den Genossenschaftssektor. Diese Zahlen zeigen, dass eine substantielle Reduktion der Marktanteile staatlicher Banken nicht stattgefunden hat, ganz im Unterschied zu anderen Ländern.²

¹ Unter dem Begriff „genossenschaftlich“ werden die genossenschaftlichen Zentralbanken und die Kreditgenossenschaften subsumiert; unter dem Begriff „öffentlich“ die Landesbanken und Sparkassen. „Privat“ beinhaltet die Kreditbanken, also die Großbanken, Regionalbanken, Privatbankiers und Zweigstellen ausländischer Institute, während unter dem Begriff „andere“ der verbleibende Rest subsumiert wird, also etwa Realkreditinstitute, Bausparkassen oder Banken mit Sonderaufgaben.

² La Porta et al. (2002) dokumentieren, dass es seit den 1970er Jahren weltweit einen Trend zur Privatisierung des Bankensystems gegeben hat. Nach den dort präsentierten Zahlen war der Rückgang des Staatsanteils in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern relativ moderat. Carletti et al. (2005) dokumentieren, dass Italien 1992 einen Staatsanteil von 68% hatte, 2003 betrug dieser gerade noch 9%.

Für Deutschland lässt sich jedenfalls sagen, dass die öffentliche Hand bis heute einen erheblichen Marktanteil hat, der je nach Maßgröße zwischen 33 und 37% liegt. Dabei ist zu beachten, dass die hier verwendeten Zahlen den tatsächlichen Marktanteil der öffentlichen Hand vermutlich unterschätzen. Dies liegt zum einen daran, dass die Aktivitäten der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) nicht in diesen Zahlen enthalten sind, da es sich bei diesem Institut formal um kein Kreditinstitut handelt. So verfügte die KfW im Jahr 2009 über eine Bilanzsumme von 400 Mrd. Euro, woraus sich ein Marktanteil von rund 5% ergeben würde.³ Ebenso bleibt unberücksichtigt, dass die Deutsche Postbank AG in den Bundesbankstatistiken als private Großbank geführt wird, sie aber, jedenfalls bis ins Jahr 2009, wohl eher dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden müsste.⁴ Berücksichtigt man, dass die Deutsche Postbank Ende 2009 eine Bilanzsumme von 227 Mio. Euro hatte, ergibt sich daraus ein zusätzlicher Marktanteil von 2,7%. Damit läge der an der Bilanzsumme gemessene Anteil der öffentlichen Banken im Jahr 2009 nicht, wie in Abbildung 1 ausgewiesen, bei 33%, sondern bei knapp 40%.⁵ Dies wird in Abbildung 4 dargestellt, wo man auch sehen kann, dass der unter diesen Modifikationen berechnete Marktanteil der staatlich kontrollierten Banken seit dem Jahr 2000 leicht gewachsen ist.

Wesentlich stärker ist der Effekt, der sich dann ergibt, wenn man die während der Finanzmarktkrise erworbenen Staatsbeteiligungen an der Commerzbank und der HRE als Konsequenz ebenfalls dem öffentlichen Sektor zurechnen würde. Während man diese Zurechnung bei der HRE nicht in Frage stellen wird, da der Bund mittlerweile die Bank vollständig übernommen hat, wird man sich bei der

Nach den dortigen Zahlen ist der Staatsanteil in Deutschland in diesem Zeitraum relativ konstant bei 44% geblieben.

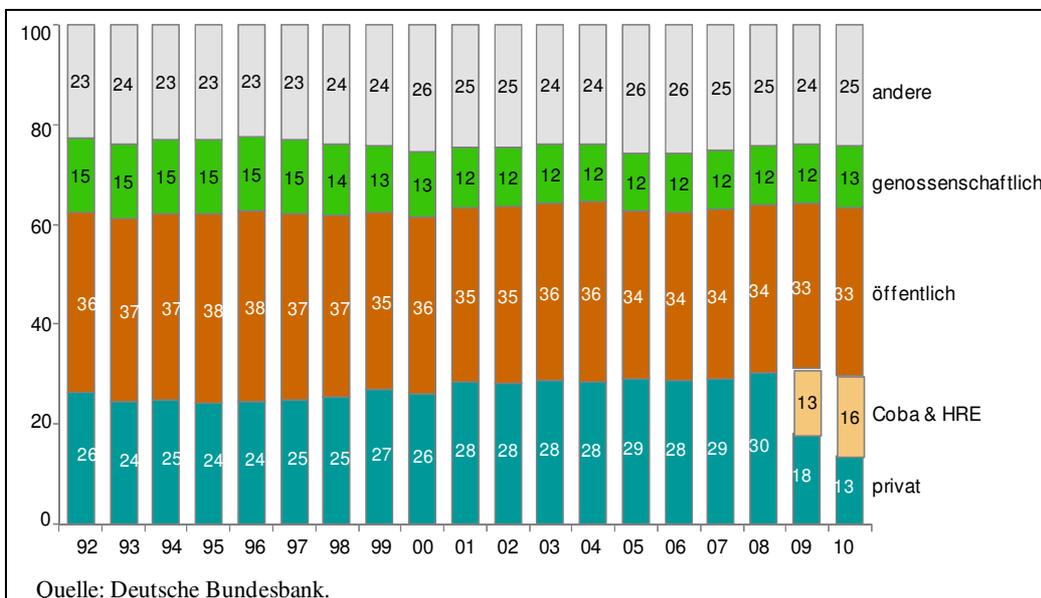
³ Dieser Marktanteil hat sich in den letzten Jahren spürbar erhöht; so lag er etwa im Jahr 2002 lediglich bei 3,8%.

⁴ Es ist zu beachten, dass 30,5% der Anteile der Deutsche Post AG per Ende 2009 von der KfW gehalten wurden; vgl. Geschäftsbericht der Deutsche Post AG 2009. Die Deutsche Post AG ihrerseits hielt per Ende 2009 39,5% der Anteile der Deutsche Postbank AG. Seit 6.3.2009 hält die Deutsche Bank AG zudem 25% der Anteile plus eine Aktie. Im Zuge der im September 2008 vereinbarten Übernahme der Deutschen Post AG durch die Deutsche Bank wurde eine Transaktionsstruktur vereinbart, die es der Deutschen Bank ermöglicht, die derzeit noch von der Deutsche Post AG gehaltenen Anteil von 39,5% vollständig zu übernehmen; vgl. hierzu Geschäftsbericht der Deutsche Postbank AG 2009. Spätestens bei Vollzug dieser Übernahme wird die Deutsche Postbank dann voll dem privaten Bankensektor zuzurechnen sein.

⁵ Zu möglichen Ungenauigkeiten dieser Rechnung vgl. die nachfolgende Fußnote.

Commerzbank sicherlich darüber streiten können. Jedenfalls verfügt der Bund mit 25% der Anteile plus eine Aktie über eine Sperrminorität. Wie in Abbildung 1 bis Abbildung 3 gezeigt wird, würde die Zurechnung dieser beiden Banken zum öffentlichen Sektor dazu führen, dass je nach verwendeter Messgröße die öffentliche Hand in Deutschland mittlerweile 45-50% des Bankenmarktes kontrolliert.⁶ Unter Verwendung der in Abbildung 4 eingeführten Modifikation würde der Marktanteil sogar 55% erreichen.

Abbildung 1: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen an der Bilanzsumme (in %)



⁶ Dabei ist zu beachten, dass diese Rechnung etwas ungenau ist, da die Zahlen für die beiden Banken den Konzerngeschäftsberichten entnommen wurden. Die von der Bundesbank veröffentlichten Zahlen betreffen grundsätzlich nur die Inlandsaktivitäten, so dass es durchaus Diskrepanzen zu den in den Konzerngeschäftsberichten veröffentlichten Zahlen geben kann.

Abbildung 2: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen am Einlagenvolumen (in %)

Ordinarius an der
Technischen Universität München

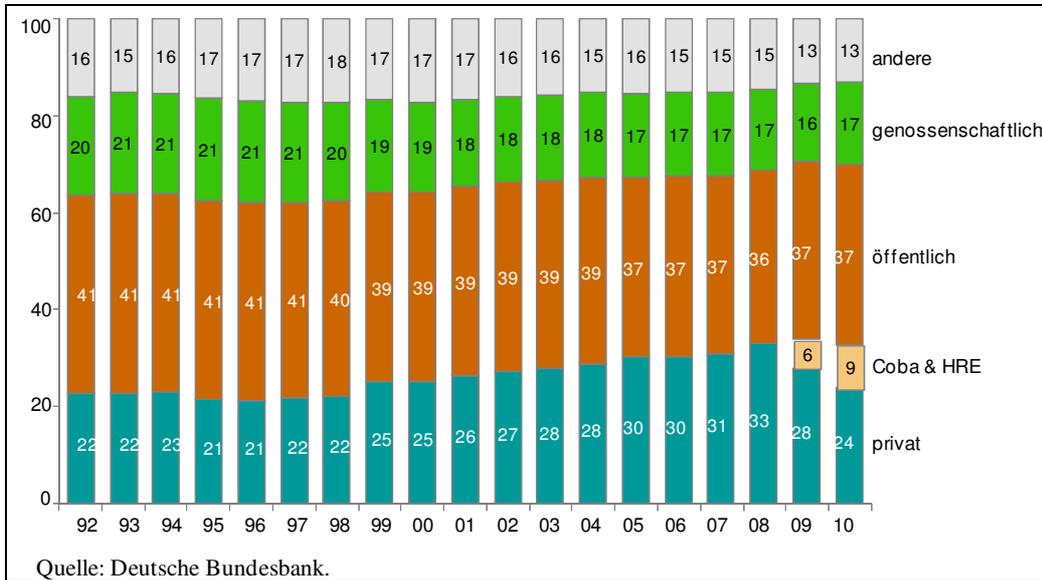


Abbildung 3: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen am Kreditvolumen (in %)

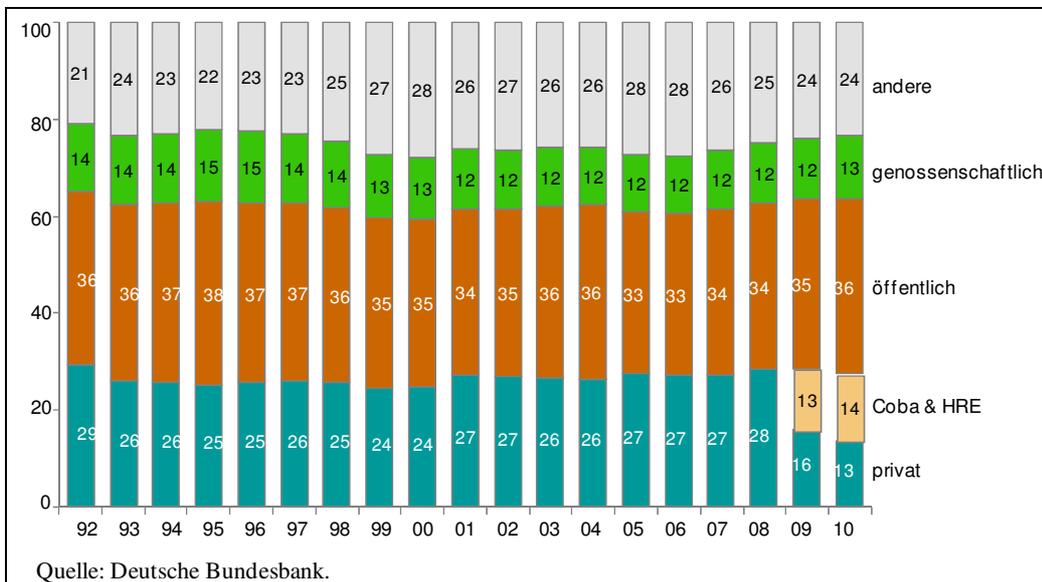
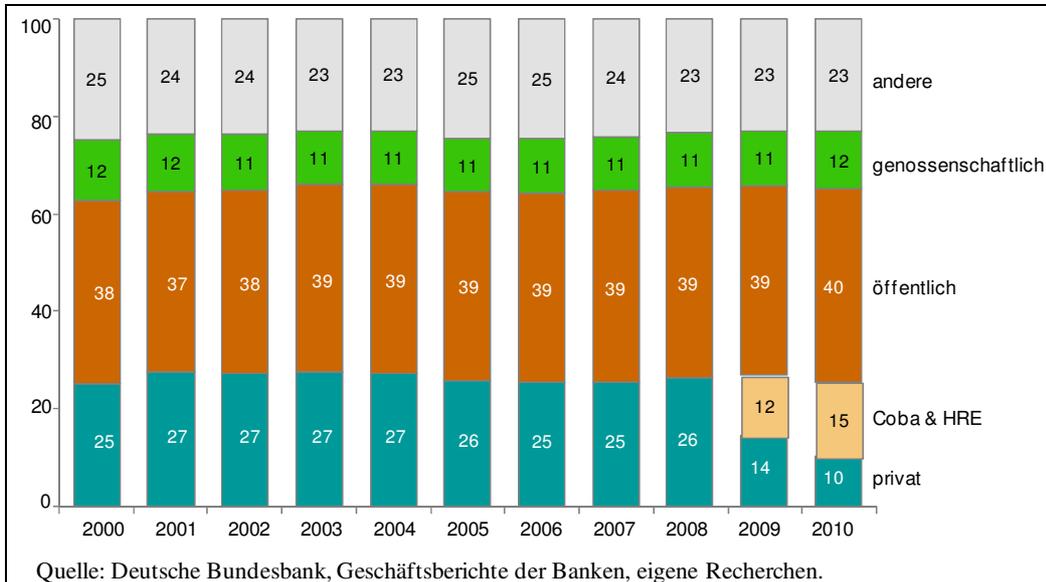


Abbildung 4: Marktanteile verschiedener Bankengruppen in Deutschland, gemessen an der Bilanzsumme (in %)

Ordinarius an der
Technischen Universität München



2.2 Die Bedeutung eines marktwirtschaftlich organisierten Bankensektors

Privates Eigentum und privatwirtschaftliche, durch Markt und Wettbewerb gesteuerte unternehmerische Tätigkeit gewährleisten am besten den effizienten Umgang mit unseren knappen Ressourcen und die Anpassung an eine sich wandelnde Umwelt. Freie Marktinteraktion führt zu einer die relative Knappheit von Ressourcen offenbarenden Preisstruktur. Diese Preissignale veranlassen die auf Eigennutz und Vermögensmaximierung bedachten Marktteilnehmer zu einem effizienten Einsatz dieser knappen Ressourcen. Dies beinhaltet auch die Suche nach innovativen Lösungen bei der Bereitstellung bestimmter Dienstleistungen ebenso wie die Entwicklung innovativer Dienstleistungsangebote.

Gerade der Verbriefungsmarkt ist ein schönes Beispiel für diese Wettbewerbsdynamik. Wären Banken verpflichtet, Immobilienkredite ausschließlich in ihren eigenen Büchern zu halten, würden sie bei ihren Zinsangeboten die damit einhergehenden Risiken berücksichtigen müssen. Dazu gehört natürlich insbesondere das Fristentransformationsrisiko, also die

Tatsache, dass Banken langfristige Immobilienkredite durch kurzfristige Spar- und Geldeinlagen refinanzieren. Sie hätten aber darüber hinaus auch regionale Konjunkturfaktoren zu berücksichtigen, die ebenfalls das Risiko ihres Immobilienportfolios bestimmen. Mit der Bündelung und dem (teilweisen) Verkauf dieser Immobilienkreditportfolios am Kapitalmarkt reduziert die Bank zunächst ihr Fristentransformationsrisiko und, sofern die Kredite tatsächlich verkauft werden, auch ihre Abhängigkeit von der regionalen Konjunktorentwicklung. Darüber hinaus werden jene Käufer am Kapitalmarkt die höchsten Preise für dieses verbriefte Kreditportfolio bieten, welche das niedrigste Liquiditätsrisiko haben. Das sind typischerweise langfristig orientierte Anleger, etwa Lebensversicherungen oder Pensionsfonds. Auf einem wettbewerblich organisierten Kreditmarkt werden die Banken gezwungen sein, einen erheblichen Teil dieser Preis- und Risikokostenvorteile an den Kunden in Form niedriger Hypothekarzinsen weiterzugeben. Damit kommt es zu einer Bereitstellung dieser Dienstleistung zu den geringstmöglichen Kosten.

Dieses einfache Beispiel zeigt aber auch, dass staatliche Eingriffe durchaus förderlich sein können, um effiziente marktwirtschaftliche Lösungen sicher zu stellen. Auf freien Märkten mit intensivem Wettbewerb ist die Implementierung effizienter Koordinationslösungen nicht immer möglich. So müssen im Zusammenhang mit dem oben erwähnten Beispiel die Investoren auf die Werthaltigkeit der zur Verfügung gestellten Deckungswerte vertrauen können. Folglich bedarf es einer Regelung, die hinreichende Transparenz herstellt und bei Fehlverhalten mit Sanktionsmechanismen ausgestattet ist. Zwar ist es durchaus denkbar, dass der Bankensektor solche Koordinationslösungen im Sinne einer freiwilligen Regulierung selbst implementiert, die historischen Erfahrungen haben aber gezeigt, dass ein staatliches Eingreifen an dieser Stelle durchaus vorteilhaft sein kann. Tatsächlich geht der Pfandbrief in Deutschland zurück auf einen Erlass von Friedrich dem Großen im Jahre 1769. Im Jahr 1900 schuf man mit dem Hypothekenbankgesetz eine einheitliche Rechtsgrundlage für die Emission von Pfandbriefen im Deutschen Reich. Kern dieser gesetzlichen Vorschriften war die Sicherstellung einer werthaltigen und transparenten Deckungsgrundlage.

Dieses Beispiel zeigt anschaulich, dass staatliche Eingriffe zur Implementierung von Lösungen, die einen erheblichen Koordinationsbedarf voraussetzen, erwünscht sein können. Im Extremfall kann damit ein Marktversagen verhindert werden. Letztlich beruht die Rechtfertigung der gesamten Bankenregulierung genau auf diesem Argument. Wegen der vom Kreditsektor bereit gestellten Transformation illiquider Unternehmenskredite in liquide Spareinlagen existiert immer die Gefahr eines irrationalen Einlagenabzugs, der jede Bank in den Ruin treiben würde. Damit der Bankensektor dennoch seine Liquiditätsversorgungsfunktion aufrechterhalten kann, bedarf es koordinierter Lösungen, die entweder privatwirtschaftlich oder von staatlicher Seite zur Verfügung gestellt werden müssen. Es gibt einige historische Beispiele für privatwirtschaftliche Ansätze zur Lösung dieses Problems.⁷ Letztlich haben sich aber seit der großen Bankenkrise anfangs der 1930er Jahre staatliche Lösungen durchgesetzt, zu denen insbesondere die Einrichtung von Einlagensicherungssystemen und einer staatlichen Bankenaufsicht gehörten.

Unabhängig davon, wie man die Effektivität der so entstandenen und in den letzten 25 Jahren massiv ausgebauten staatlichen Bankenaufsicht beurteilt, lässt sich aus diesen Überlegungen nur schwerlich ein Argument dafür ableiten, dass der Staat neben seinen regulatorischen Eingriffen auch noch unternehmerisch im Bankensektor tätig sein sollte. Zwar mag es im 18. und 19. Jahrhundert dafür durchaus noch Argumente gegeben haben, weil Bankdienstleistungen damals in ländlichen Räumen möglicherweise privatwirtschaftlich nicht rentabel angeboten werden konnten.⁸ Heute werden sich aber solche Argumente nicht mehr finden lassen. Tatsächlich zeigt sich, dass der öffentliche Auftrag vieler staatlicher Banken mehr als unklar ist. Bezeichnenderweise sah sich auch die Bundesregierung außerstande, eine förmliche Anfrage der EU-Kommission im Jahre 1997, worin der förderungswürdige Charakter der Geschäftstätigkeit der

⁷ Ein bekanntes, in der Literatur häufig diskutiertes Beispiel sind die so genannten „Clearinghouses“, die sich im 19. Jahrhundert in den USA etabliert hatten. Dabei ging es im Wesentlichen darum, dass sich Banken bei Liquiditätsschwierigkeiten unter bestimmten Voraussetzungen gegenseitig beistanden; vgl. z.B. Dowd (1993).

⁸ Allerdings gab es bereits im 19. Jahrhundert mit der Entwicklung der Genossenschaftsbanken privatwirtschaftliche Ansätze zur Lösung dieses Problems.

öffentlichen Banken im Einzelnen bestünde, detailliert zu beantworten.⁹ Nach Ansicht des DSGV besteht der öffentliche Auftrag der Sparkassen in der Kreditversorgung der gesamten Bevölkerung sowie der Gebietskörperschaften und in der Gewährleistung eines wirksamen Wettbewerbs auf den Finanzdienstleistungsmärkten.¹⁰ Tatsächlich ist die EU-Kommission dieser Einschätzung nicht gefolgt und hat auf einer Abschaffung der Gewährträgerhaftung und der Anstaltslast beharrt. In einem zwischen der Bundesregierung und der EU-Kommission am 17. Juli 2001 ausgehandelten Kompromiss einigte man sich auf die Modalitäten der Abschaffung von Gewährträgerhaftung und Anstaltslast mit einer Übergangsfrist bis zum 18. Juli 2005.

Nun könnte man vor dem Hintergrund der oben genannten Überlegungen argumentieren, dass es für die effiziente Bereitstellung von Bankdienstleistungen nicht so sehr darauf ankommt, in wessen Eigentum sich die Institute befinden, sondern dass der Wettbewerb zwischen ihnen funktioniert. Dies wäre allerdings nur dann richtig, wenn die für das kapitalintensive Bankengeschäft zentrale Ressource, nämlich das Kapital, unabhängig von der Eigentümerstruktur zu gleichen, die Renditeforderungen der Anleger reflektierenden Konditionen zur Verfügung gestellt würde. Genau davon ist aber nicht auszugehen, da der Staat bei dem von ihm zur Verfügung gestellten Eigenkapital auf eine marktgerechte langfristige Rendite verzichtet.¹¹ Damit entstehen Störungen in der Kapitalallokation, die nicht nur der Steuerzahler in Form entgangener Kapitalerträge zu bezahlen hat. Vielmehr ist zu beachten, dass dadurch privatwirtschaftliche Investoren aus dem Markt verdrängt werden, mit entsprechenden Wirkungen auf das Preisgefüge und die Wettbewerbsintensität des Kreditsektors.

⁹ Vgl. hierzu Süddeutsche Zeitung vom 12.12.1997, S. 26.

¹⁰ Vgl. DSGV (2001), Rz. 69.

¹¹ In der Vergangenheit wurde dieser Effekt dadurch noch massiv verstärkt, dass bei den Landesbanken aufgrund von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung auch die Fremdkapitalaufnahme subventioniert wurde. Aufgrund des hohen Fremdkapitaleinsatzes war dieser Effekt quantitativ sehr bedeutend. Neuere Studien zeigen allerdings, dass staatliche Banken nach wie vor von besseren Refinanzierungsbedingungen profitieren; hier spielt offensichtlich eine implizit unterstellte Staatshaftung eine Rolle; vgl. Iannotta et al. (2008).

Dass wettbewerblich orientiertes Handeln in staatlichen Unternehmen nur schwer umsetzbar ist, hängt im Wesentlichen mit den dort nur schwer zu implementierenden Kontrollmechanismen zusammen. Während nämlich die Verfügungsrechte über das vom Staat bereit gestellte Kapital bei dem Bankmanagement liegt, haben die Steuerzahler die Konsequenzen aus dessen Entscheidungen zu tragen. Zwar gibt es diesen Konflikt bei privaten börsennotierten Unternehmen ebenso, jedoch haben sich dort Mechanismen entwickelt, die zur wirksamen Linderung dieses Konfliktes eingesetzt werden können. Diese Mechanismen funktionieren bei staatlichen Banken nicht oder jedenfalls deutlich schlechter.

Die faktische Nichtdurchsetzbarkeit der Interessen des Steuerzahlers ist eine direkte Folge des öffentlichen Eigentums. So kann man, abgesehen von Extremfällen wie jüngst im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise und den Milliardenverlusten einiger Landesbanken, nicht davon ausgehen, dass eine spürbare und direkte Zuordnung zwischen den potentiellen Vermögensverlusten einer staatlichen Bank und der Steuerlast eines einzelnen Steuerzahlers besteht. Hierfür verteilen sich die Haftungsansprüche auf eine viel zu große Zahl von Personen. Hinzu kommt, dass im Unterschied zu den Aktionären einer großen Publikumsgesellschaft der angerichtete Schaden einer verfehlten Geschäftspolitik nicht in Form von Aktienkursminderungen bemerkbar wird. Überdies lassen sich diese Effekte bilanziell kaschieren, so dass sich ihre Tragweite häufig erst über einen längeren Zeitraum hin bemerkbar macht. Und schließlich führt diese faktische Unbeobachtbarkeit der Werteffekte bei staatlichen Banken auch dazu, dass die Überwachungsinstanzen nur wenig Anreize für die Durchführung effektiver Kontrollaktivitäten haben. Was sich im Normalfall nur schwer beobachten lässt, wird bei einer anstehenden Wahl auch nicht in zusätzliche Stimmen umgemünzt werden können.

Tatsächlich belegen empirische Studien, dass Unternehmen und Banken in Staatsbesitz in der Regel aufgrund schwächer ausgeprägter Anreiz- und Kontrollmechanismen eine niedrigere Effektivität aufweisen als in Privateigentum befindliche Wettbewerber. Für Industrieunternehmen ist dieser

Effekt ausführlich dokumentiert.¹² Für Banken gibt es zwar nur eine geringere Zahl einschlägiger Untersuchungen, jedoch zeigt sich auch hier in der Tendenz ein ähnliches Bild.¹³ Ähnlich wie bei Industrieunternehmen zeigt sich auch bei Banken, dass es ein klares Produktivitäts- und Rentabilitätsdifferential zugunsten der sich im Privateigentum befindenden Banken gibt. Diese Effekte können auch im Rahmen von Ereignisstudien anlässlich der Privatisierung von Staatsbanken nachgewiesen werden.

Diese Studien weisen als Erklärung auf die fehlende interne und externe Kontrolle dieser Banken hin, was die Wahl suboptimaler Geschäftsstrategien und wenig effektiver Geschäftsprozesse erleichtert. Ebenso reduzieren die günstigen Refinanzierungskonditionen die wettbewerblichen Anreize für einen schlanken Bankbetrieb. Zudem besteht die Gefahr, dass durch Einflussnahme der Politik politisch gewünschte Projekte finanziert werden, die unter rein bankwirtschaftlichen Risiko-Rendite-Erwägungen keine oder nur eine ungünstigere Kreditfinanzierung erhalten würden.¹⁴

Ein natürlicher Einwand gegen diese Befunde ist der Hinweis auf den öffentlichen Auftrag der staatlichen Banken. Wenn staatliche Banken deshalb gegründet wurden, weil es positive Externalitäten gibt, etwa in Form eines leichteren Kreditzugangs für Privatpersonen oder Unternehmen im ländlichen Raum, dann kann es trotz dieser verminderten Rentabilität per Saldo positive gesamtwirtschaftliche Effekte geben. Mit dieser Frage beschäftigt sich die Studie von La Porta et al. (2002). Ihre Befunde widersprechen allerdings dieser

¹² In einer Meta-Studie von 10 empirischen Untersuchungen verschiedener Branchen und Länder dokumentieren Megginson/Netter (2001) dass 8 Studien die Hypothese, dass private Unternehmen effektiver als staatliche Unternehmen sind, unterstützen. Die Effizienzvorteile von privaten Unternehmen wirken sich dabei umso stärker aus je wettbewerbsintensiver die jeweilige Branche ist. Auch Kikeri/Nellis (2002) zeigen, dass Privatisierungen sowohl die finanzielle wie auch die operative Performance der Unternehmen steigern, was letztlich auch zu positiven fiskalischen und gesamtwirtschaftlichen Effekten führt.

¹³ Eine Metastudie findet sich in Megginson (2005). Für eine neuere Studie zu europäischen Banken vgl. Iannotta et al. (2007); auch diese Studie kommt zu dem Ergebnis, dass staatliche Banken eine geringere Profitabilität aufweisen als private Banken und im Durchschnitt schlechtere Kreditrisiken haben.

¹⁴ Vgl. Sapienza (2002). Als Beispiel für eine solche Einflussnahme kann die Vereinbarung des SoFFin mit der Commerzbank gewertet werden, dass 2,5 Mrd. Euro der im Sommer 2009 zur Verfügung gestellten stillen Einlage für Mittelstandskredite zur Verfügung gestellt werden müssen.

Argumentation, da sie zeigen können, dass Länder mit einem höheren Anteil staatlich kontrollierter Banken in der Folge ein niedrigeres Wachstum bei privaten Krediten haben, einen schlechteren Kreditzugang für kleine und mittlere Unternehmen sowie eine niedrigere Kosteneffizienz im Bankensektor. All diese Effekte sind auch im statistischen Sinne signifikant.

All dies zeigt, dass die privatwirtschaftliche Tätigkeit des Staates einerseits mit erheblichen moralischen Risiken behaftet ist und es andererseits unwahrscheinlich ist, dass die erhofften gesellschaftlichen Vorteile in Form von positiven Externalitäten eintreten. Welcher massive Schaden für den Steuerzahler dadurch entstehen kann, hat die Finanzmarktkrise gezeigt. Dies ist aber nur ein Teil des Problems. Die Kosten staatlichen Bankeigentums sind aufgrund der Allokationswirkungen und des Einflusses auf den Wettbewerb im Bankensektor tatsächlich wesentlich höher, wenngleich nur schwer beobachtbar. Insoweit kann die Lehre aus der Finanzmarktkrise nur sein, dass der Staat mittelfristig aus seinen Beteiligungen an Banken aussteigt. Bei jenen Beteiligungen, die man im Zuge der Bankenrettungspakete während der Finanzmarktkrise eingegangen ist, ist das in jedem Fall geboten. Aber aus den hier dargestellten Überlegungen müsste eigentlich der Schluss gezogen werden, dass sich die öffentliche Hand auch aus den sonstigen Beteiligungen schrittweise zurückzieht.

3 Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen der Bundesregierung

In diesem Abschnitt werden zuerst die Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen dargestellt, die im Laufe der Finanzkrise sowohl von der EZB, vom Bund als auch von einzelnen Bundesländern ergriffen wurden. Ergänzt werden diese Erläuterungen um mehrere kürzere Fallstudien, in welchen die Rettungsmaßnahmen bei einzelnen Kreditinstituten näher erläutert werden.

3.1 *Stützungsmaßnahmen für den deutschen Bankensektor*

Als im September 2008 die amerikanische Investmentbank Lehman Brothers Insolvenz anmeldete und damit die Finanzkrise eine neue Dimension erreichte, beschlossen die europäischen Regierungen ein konzertiertes Eingreifen zur

Rettung des Bankensektors. Ein Überblick zum Volumen dieser Stützungsmaßnahmen findet sich in Tabelle 1. Dabei ist zu unterscheiden zwischen Verpflichtungen, die die Regierungen im Rahmen ihrer Rettungspakete eingegangen sind, und tatsächlich verauslagten Hilfen. So stellte der deutsche Gesetzgeber im Rahmen des FMStG Kreditgarantien bis zu einer Höhe von 420 Mrd. Euro zur Verfügung, nach den Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) waren davon bis zum Juni 2009 lediglich 129 Mrd. Euro in Anspruch genommen worden. Nach den in diesem Beitrag ermittelten Zahlen liegt die Ausschöpfung mittlerweile bei 144,5 Mrd. Euro.¹⁵ Natürlich muss man bedenken, dass ausgegebene Garantien oder andere Stützungsmaßnahmen nicht gleichzusetzen sind mit den tatsächlich eingetretenen Verlusten für den Steuerzahler. So führten die USA ihren Banken bis zum September 2009 frisches Kapital in Höhe von 364 Mrd. Euro zu, das nicht notwendigerweise verloren ist. Ganz im Gegenteil, die US-Administration geht mittlerweile davon aus, dass das Troubled Asset Relief Program (TARP) ohne Kosten für den Steuerzahler bleiben könnte. Nach einer Pressemitteilung vom 5. April 2010 sind mittlerweile 181 Mrd. US-Dollar zurückbezahlt worden.

¹⁵ Vgl. Tabelle 2 auf S. 20.

Tabelle 1: Übersicht über staatliche Verpflichtungen und AuslagenOrdinarius an der
Technischen Universität München

		Kapital- zuführung	Kredit- garantien	Wertpapier- aufkauf	Garantie für Wertpapiere	Gesamt		
							% des BIP	% der Banken- aktiva (Ende 2008)
Frankreich	Verpfl.	43	320	-	5	368	18,9	4,8
	Ausl.	28	72	-	5	104	5,3	1,4
Deutschland	Verpfl.	80	420	unb.	200	700	28,1	8,9
	Ausl.	22	129	0	0	151	6,1	1,9
Italien	Verpfl.	20	unb.	-	-	unb.	unb.	unb.
	Ausl.	10	0	-	-	10	0,6	0,3
Japan	Verpfl.	105	-	8	-	113	2,7	0,9
	Ausl.	3	-	0	-	3	0,1	0,0
Niederlande	Verpfl.	37	200	-	28	265	44,6	11,9
	Ausl.	31	40	-	28	99	16,6	4,4
Spanien	Verpfl.	unb.	100	-	-	unb.	unb.	unb.
	Ausl.	0	31	-	-	31	2,8	0,9
Schweiz	Verpfl.	4	unb.	27	-	unb.	unb.	unb.
	Ausl.	4	0	27	-	31	8,7	1,5
Großbritannien	Verpfl.	54	269	-	523	845	54,0	10,8
	Ausl.	54	113	-	523	690	44,1	8,8
Vereinigte Staaten	Verpfl.	335	1760	115	281	2491	22,3	25,5
	Ausl.	237	271	36	281	825	7,4	8,4

Quelle: Panetta et al. (2009); die Zahlen beziehen sich auf den Stand zum Juni 2009; unb. = unbekannt, Verpfl. = Verpflichtungen, Ausl. = Auslagen. In Mrd. Euro bzw. Prozentpunkten.

3.1.1 Maßnahmen der EZB

Die EZB hat im Rahmen ihrer geldpolitischen Möglichkeiten einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung des Finanzsystems geleistet. Sie sorgte durch verschiedene Maßnahmen dafür, dass den Banken trotz austrocknendem Interbankenmarkt genug Liquidität zur Verfügung gestellt wurde.¹⁶ So wurde der Leitzins deutlich von 4,25% im Juli 2008 auf mittlerweile 1% gesenkt. Zur Liquiditätsversorgung der Märkte wurden bereits im August 2007 als Reaktion auf den sich abzeichnenden Vertrauensverlust auf den internationalen Kapitalmärkten zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte aufgelegt. Weiterhin stellte die EZB im Oktober 2008 den Zuteilungsmechanismus von Zins- auf Mengentender mit vollständiger Zuteilung um und signalisierte somit den Märkten ihre Bereitschaft, genügend Liquidität zur Vermeidung einer Liquiditätskrise bereitzustellen. Zudem erweiterte die EZB die Liste der als Sicherheiten akzeptierten Wertpapiere deutlich. Beispielsweise wurde das Rating

¹⁶ Für eine umfassende Analyse der Maßnahmen der EZB siehe Deutsche Bundesbank (2009).

für refinanzierungsfähige Papiere – mit Ausnahme von Asset Backed Securities (ABS) – von A- auf BBB- gesenkt. Dies führte nach Angaben des IWF zu einer Ausdehnung der EZB-Bilanz um über 800 Mrd. US-Dollar.¹⁷

Ordinarius an der
Technischen Universität München

3.1.2 Maßnahmen des Bundes

Neben den Maßnahmen der EZB hat der deutsche Gesetzgeber gemeinsam mit der Regierung weitere Maßnahmen zur Bekämpfung der Finanzmarktkrise im Rahmen des am 17. Oktober 2008 in Kraft getretenen Finanzmarktstabilisierungsgesetzes (FMStG) umgesetzt. Dieses wurde durch das Gesetz zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes (FMSTergG, in Kraft getreten am 09. April 2009) und das Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung (sog. Bad Bank-Gesetz, in Kraft getreten am 23. Juli 2009) modifiziert und erweitert. Ein wichtiger Teil des FMStG ist das Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz (FMStFG), welches die Schaffung des Finanzmarktstabilisierungsfonds, genannt Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin), vorsieht. Dieser Fonds dient „der Stabilisierung des Finanzmarktes durch Überwindung von Liquiditätsengpässen und durch Schaffung der Rahmenbedingungen für eine Stärkung der Eigenkapitalbasis von Instituten“ (§ 2 (1) FMStFG).

Dabei sind nach § 2 (1) FMStFG folgende Institute grundsätzlich berechtigt, Staatshilfen zu beantragen, soweit sie ihren Unternehmenssitz im Inland haben:

- Institute im Sinne des § 1 Abs. 1b des Kreditwesengesetzes - also Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute,
- Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 1 und 2 des Versicherungsaufsichtsgesetzes,
- Kapitalanlagegesellschaften im Sinne des Investmentgesetzes,
- Betreiber von Wertpapier- und Terminbörsen,

¹⁷ Vgl. IWF (2009).

und deren jeweiligen Mutterunternehmen, soweit diese Finanzholding-Gesellschaften, gemischte Finanzholding-Gesellschaften, Versicherungs-Holdinggesellschaften oder gemischte Versicherungs-Holdinggesellschaften sind.

Zur Stabilisierung dieser Institute stehen dem Fonds grundsätzlich vier Maßnahmen zur Verfügung:

1. Garantien (§ 6 FMStFG)
2. Rekapitalisierung (§ 7 FMStFG)
3. Risikoübernahme (§ 8 FMStFG)
4. Abwicklungsanstalten (§§ 6 a-d, 8 a-b FMStFG)

Im Folgenden werden die vier Maßnahmen genauer beschrieben und aufgezeigt, welche Maßnahmen von welchen Finanzinstituten und in welcher Höhe genutzt wurden. Auf aggregierter Ebene soll hier bereits erwähnt werden, dass nach Informationen des SoFFin das um Prolongation bereinigte Antragsvolumen auf Stabilisierungshilfen zum 30. April 2010 219,3 Mrd. Euro betrug. Insgesamt haben bis zu diesem Zeitpunkt 26 Unternehmen Anträge gestellt.

Garantien

Der SoFFin hat die Möglichkeit, Garantien in Höhe von insgesamt 400 Milliarden Euro für bis zum 31. Dezember 2010 begebene Schuldtitel und begründete Verbindlichkeiten von Unternehmen des Finanzsektors, die eine Laufzeit von bis zu 60 Monaten haben, zu übernehmen.¹⁸ Die abzusichernden Verbindlichkeiten dürfen in der Regel eine Laufzeit von 36 Monaten nicht übersteigen, in begründeten Ausnahmefällen kann die Laufzeit bis zu 60 Monate betragen. Finanzinstitute, die auf dem Ende 2008 nahezu zum Erliegen

¹⁸ Dies ergibt sich aus § 6 FMStFG; nach § 9 FMStFG kann das Bundesministerium der Finanzen für den Fonds weitere Kredite in Höhe von 20 Mrd. Euro aufnehmen, für den Fall, dass dieser aus einer Garantie in Anspruch genommen wird.

gekommenen Interbankenmarkt erhebliche Refinanzierungsprobleme hatten, konnten mittels dieser Garantien des SoFFin faktisch Schuldtitel mit einem Rating der Bundesrepublik Deutschland emittieren. Dementsprechend waren die mit Garantie ausgestatteten Anleihen auch mehrfach überzeichnet und die angeschlagenen deutschen Finanzinstitute hatten wieder eine Möglichkeit sich frisches Kapital zu besorgen. Aus wettbewerbsrechtlichen Gründen erhebt der Fonds eine sich an der Höhe des Ausfallrisikos richtende Inanspruchnahmeprovision von 0,5 bis 2,5% p.a. sowie eine Bereitstellungsprovision in Höhe von 0,1% p.a.

Tabelle 2: Gewährter Garantierahmen des SoFFin in Mrd. Euro¹⁹

Institut	Unterzeichnete Rahmenverträge
Aareal Bank AG	4,0
BayernLB	5,0
Commerzbank AG	5,0
Corealcredit Bank AG	0,5
Deutsche Pfandbriefbank AG (HRE)	95,0
Düsseldorfer Hypothekenbank AG	1,3
HSH Nordbank AG	17,0
IKB Deutsche Industriebank AG	10,0
Sicherungseinrichtungsgesellschaft deutscher Banken mbH	6,7
Gesamtvolumen	144,5

Quelle: SoFFin, Stand 30. April 2010.

Tabelle 2 gibt eine Übersicht über die bisher vom SoFFin gewährten Garantierahmen an Finanzinstitute. Über die tatsächlich emittierten Anleihen mit Staatsgarantie liefert der SoFFin keine Übersicht. Zu beachten ist dabei, dass Finanzinstitute auf den tatsächlich genutzten Teil der Garantien die Inanspruchnahmeprovision und auf die verbleibende Differenz zum Garantierahmen die Bereitstellungsprovision bezahlen. Diese

¹⁹ Zum Stichtag 30. Juni 2010 lag das Garantievolumen bei 152,6 Mrd. Euro; verantwortlich dafür war eine Erhöhung der Garantien für die HRE auf 102 Mrd. Euro und für die Düsseldorfer Hypothekenbank auf 2,4 Mrd. Euro.

Bereitstellungsprovision auf den nicht genutzten Teil des Garantierahmens hat bereits einige Institute bewogen, den nicht ausgenutzten Garantierahmen zurückzugeben,²⁰ weshalb das Volumen der mit Staatsgarantie emittierten Anleihen – wenn überhaupt – nur knapp unter dem Gesamtvolumen der Garantierahmen in Höhe von 144,5 Mrd. Euro liegen dürfte. So ist bspw. der Garantierahmen der HRE in Höhe von 95 Mrd. Euro komplett ausgeschöpft.²¹ Nach Redaktionsschluss zu diesem Gutachten kam es zu einer Erhöhung des Garantievolumens für die HRE auf 102 Mrd. Euro.

Zu beachten ist, dass die Höhe der Bereitstellungs- und Inanspruchnahmeprovisionen Gegenstand vertraulicher einzelvertraglicher Regelungen zwischen dem SoFFin und den einzelnen Instituten ist, weshalb von ersterem lediglich die recht weitgefasste Spannbreite von 0,5 bis 2,5% p.a. kommuniziert wird. Für einige Verträge sind die Informationen dennoch öffentlich zugänglich. Diese Informationen sind in Tabelle 3 zusammengefasst.

²⁰ So hat etwa die HSH Nordbank bisher zwar nur Anleihen in Höhe von 17 Mrd. Euro emittiert, sich aber ursprünglich mit dem SoFFin auf einen Garantierahmen in Höhe von 30 Mrd. Euro verständigt. Somit zahlte sie auf 13 Mrd. Euro eine Bereitstellungsprovision und auf 17 Mrd. Euro die Inanspruchnahmeprovision. In der Zwischenzeit hat die HSH Nordbank jedoch wieder 13 Mrd. Euro an gewährten Garantien zurückgegeben; vgl. HSH Nordbank (2008) und HSH Nordbank (2009) sowie Tabelle 2.

²¹ Vgl. HRE (2010b), S. 25.

Tabelle 3: Übersicht über die Bereitstellungs- und Inanspruchnahmeprovisionen (in Basispunkten) für ausgewählte Garantieverträge mit dem SoFFin

Institut	Bereitstellungsprovision	Inanspruchnahmeprovision	Quelle
Aareal Bank AG	10	50 (Laufzeit < 1 Jahr) 94,8 (Laufzeit > 1 Jahr)	Aareal Bank (2009)
Commerzbank AG	10	50 (Laufzeit < 1 Jahr) 95 (Laufzeit > 1 Jahr)	Commerzbank (2010)
Hypo Real Estate	10	50	HRE (2010b)
IKB erste Tranche (5 Mrd. Euro)	10	100	Europäische Kommission (2009e)
IKB zweite Tranche (7 Mrd. Euro)	10	133,7 (Laufzeit < 36 Monate) 170,3 (Laufzeit > 36 Monate)	Europäische Kommission (2009e)

Rekapitalisierung

Weiterhin ist es dem SoFFin möglich, Finanzinstitute mit Eigenkapital, beispielsweise in Form von stillen Beteiligungen oder durch Kauf neu ausgegebener Aktien, auszustatten. Für Rekapitalisierungs- sowie Risikoübernahmemaßnahmen stehen dem SoFFin insgesamt 80 Mrd. Euro zur Verfügung, wobei die Obergrenze für ein Einzelinstitut samt seiner verbundenen Unternehmen bei 10 Mrd. Euro liegt – vorbehaltlich einer etwaigen Entscheidung des Lenkungsausschusses des SoFFin. Tabelle 4 gibt einen Überblick über die bisherigen Kapitalzuführungsmaßnahmen des SoFFin.

Nach Vorgaben der Europäischen Kommission muss der SoFFin für stille Einlagen und Kapitalinstrumente mit Hybridcharakter, die als Kernkapital („Core Tier 1“) anzusehen sind, eine marktorientierte Vergütung fordern, die die Kommission für grundsätzlich gesunde Institute zwischen 7,0 und 9,3% und für

nicht grundsätzlich gesunde Institute mit mindestens 10% veranschlagt.²² Laut Informationen des SoFFin lag die Vergütung bisher zwischen 9 und 10%.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Tabelle 4: Kapitalmaßnahmen des SoFFin in Mrd. Euro

Institut	Unterzeichnete Verträge
Stille Einlage	
Aareal Bank AG	0,5
Commerzbank AG	16,4
WestLB AG	3
Kapitalerhöhung	
Hypo Real Estate	6,3
Commerzbank	1,8
Gesamtvolumen	28,0

Quelle: SoFFin, Stand 30. April 2010.

Zudem sind die Rekapitalisierungsmaßnahmen, und damit auch eine Aktienbeteiligung, an Bedingungen für die Finanzinstitute geknüpft, wie etwa ein Dividendenverbot bis zur Rückgabe der Anteile durch den SoFFin oder eine Kappung der Organmitgliedsvergütung auf 500.000 Euro jährlich.²³

Risikübernahme

Mit dieser Maßnahme kann der SoFFin Risikopositionen, wie etwa Forderungen und Wertpapiere, übernehmen beziehungsweise in anderer Form absichern, falls diese vor dem 13. Oktober 2008 erworben wurden. Im Gegenzug kann der SoFFin den Banken sichere Schuldtitel des Bundes übertragen, die diese dann als Sicherheiten im Interbankenmarkt oder bei der EZB verwenden können. Jedoch wurde von dieser Maßnahme bisher von keinem Institut Gebrauch gemacht, was sicher auch daran liegt, dass mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Fortentwicklung

²² Ein Institut wird dann als grundsätzlich gesund eingestuft, wenn es eine Kernkapitalquote von mindestens 7% aufweist. Vgl. Europäische Kommission (2008b), Abschnitt II 3 (10).

²³ Für nähere Informationen zu den Bedingungen und deren Umgehung vgl. Europäische Kommission (2008b), Abschnitt II 4A (16) – (21).

der Finanzmarktstabilisierung (sog. Bad Bank-Gesetz) am 23. Juli 2009 mit den Abwicklungsanstalten eine Alternative zur Risikoübertragung geschaffen wurde.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Abwicklungsanstalten

Wie das Bundesministerium der Finanzen in seinem Monatsbericht vom September 2009 schreibt, führten die Garantie- und Rekapitalisierungsmaßnahmen zwar zu einer Wiederbelebung des Interbankenmarktes, jedoch nicht zu einer vollständigen Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Bankensystems. Der Abschreibungsbedarf auf Wertpapier- und Kreditportfolios in Verbindung mit der betriebswirtschaftlichen Notwendigkeit höherer Eigenkapitalquoten führte dazu, dass die Institute ihre Kreditvergabepolitik genauer unter die Lupe genommen haben. Insbesondere bei Schuldnern mäßiger oder gar schlechter Bonität machte sich eine deutliche Zurückhaltung der Banken in ihrer Kreditvergabebereitschaft bemerkbar. Die sich abzeichnenden regulatorischen Verschärfungen haben diese Entwicklung noch zusätzlich angeheizt.

Was hier aber noch viel schwerer wiegt ist der Umstand, dass aufgrund der unklaren Risikostrukturen in den Bankbilanzen Eigenkapitalgeber nur sehr zögerlich bereit waren, den Banken neues Risikokapital zur Verfügung zu stellen. In dieser Situation war es nahe liegend, nach einer Lösung zu suchen, bei der neue Investoren Kapital zur Verfügung stellen konnten, ohne dabei unkalkulierbare Altlasten übernehmen zu müssen. Eine bekannte Maßnahme zur Erreichung dieses Ziels ist die Schaffung von so genannten Bad Banks. Damit sollte den Banken die Möglichkeit gegeben werden, strukturierte Wertpapiere, Risikopositionen sowie nicht-strategische Geschäftsbereiche auszulagern.²⁴ Allerdings muss man festhalten, dass dieses zuletzt genannte Ziel der Abschottung neuer Investoren von möglichen Altlasten mit der vom Gesetzgeber gewählten Konstruktion nicht erreicht wurde.

²⁴ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2009b), S. 69 ff. Hier findet sich auch eine umfassendere Einführung zum Thema „Abwicklungsanstalten“. Eine kritische Würdigung dieses Modells findet sich in Sachverständigenrat (2009).

Grundsätzlich sind im FMStFG zwei Modelle verankert worden, mit denen es Finanzinstituten ermöglicht wird, Teile ihrer Bilanz auszulagern: das Zweckgesellschafts- und das Konsolidierungsmodell.

Abbildung 5 gibt eine graphische Veranschaulichung des Zweckgesellschaftsmodells (§ 6a – d, FMStFG), das es Banken ermöglicht, eigene Zweckgesellschaften (SPV) zu gründen und in diese komplex strukturierte Wertpapier auszulagern. Für die ausgelagerten Wertpapiere, die bei der Zweckgesellschaft zu einem Abschlag (i. d. R. 10%) bilanziert werden, erhält die Bank im Gegenzug Anleihen von der Zweckgesellschaft, die vom SoFFin garantiert sind. Damit kommt es faktisch zu einem Aktivtausch in der Bilanz der Bank: in ihrer Bewertung stark volatile Wertpapiere werden durch vom Staat besicherte Anleihen ersetzt. Auch hier wird versucht, einer etwaigen Wettbewerbsverzerrung durch Zahlung einer risikoadäquaten Garantiegebühr zu begegnen. Weiterhin müssen an diesem Modell teilnehmende Banken jährlich und maximal für 20 Jahre einen Ausgleichsbetrag – aufgeteilt in gleich bleibenden Raten - zahlen, der sich aus der Differenz zwischen dem Übertragungswert und dem Fundamentalwert der ausgelagerten Wertpapiere berechnet. Der Fundamentalwert ist nach § 6a (3) FMStFG der tatsächlich ermittelte wirtschaftliche Wert der strukturierten Wertpapiere, der um einen angemessenen Abschlag für etwaige Risiken reduziert wird. Dabei ist die Haftung der abgebenden Bank nicht begrenzt. Wenn also die bis zum Laufzeitende aufgelaufenen Verluste der Bad Bank höher sind als der Ausgleichsbetrag, muss die Bank diese Differenz über eine Ausschüttungssperre ausgleichen (so genannte Nachhaftung). Im Gegenzug wird der SoFFin aber auch nicht an etwaigen Überschüssen bei der Auflösung der Zweckgesellschaft beteiligt.

Nach Informationen des SoFFin sind während der am 22. Januar 2010 geendeten Antragsfrist für das Zweckgesellschaftsmodell keine Anträge eingegangen. Aufgrund der geschilderten Konstruktion ist dies aber nicht verwunderlich, weil dieses Modells aus Sicht der Banken kaum attraktiv war. Demgegenüber haben

zwei Banken, nämlich die Hypo Real Estate und die WestLB, angekündigt, dass sie von dem so genannten Konsolidierungsmodell Gebrauch machen wollen.²⁵

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Abbildung 5: Das Zweckgesellschaftsmodell

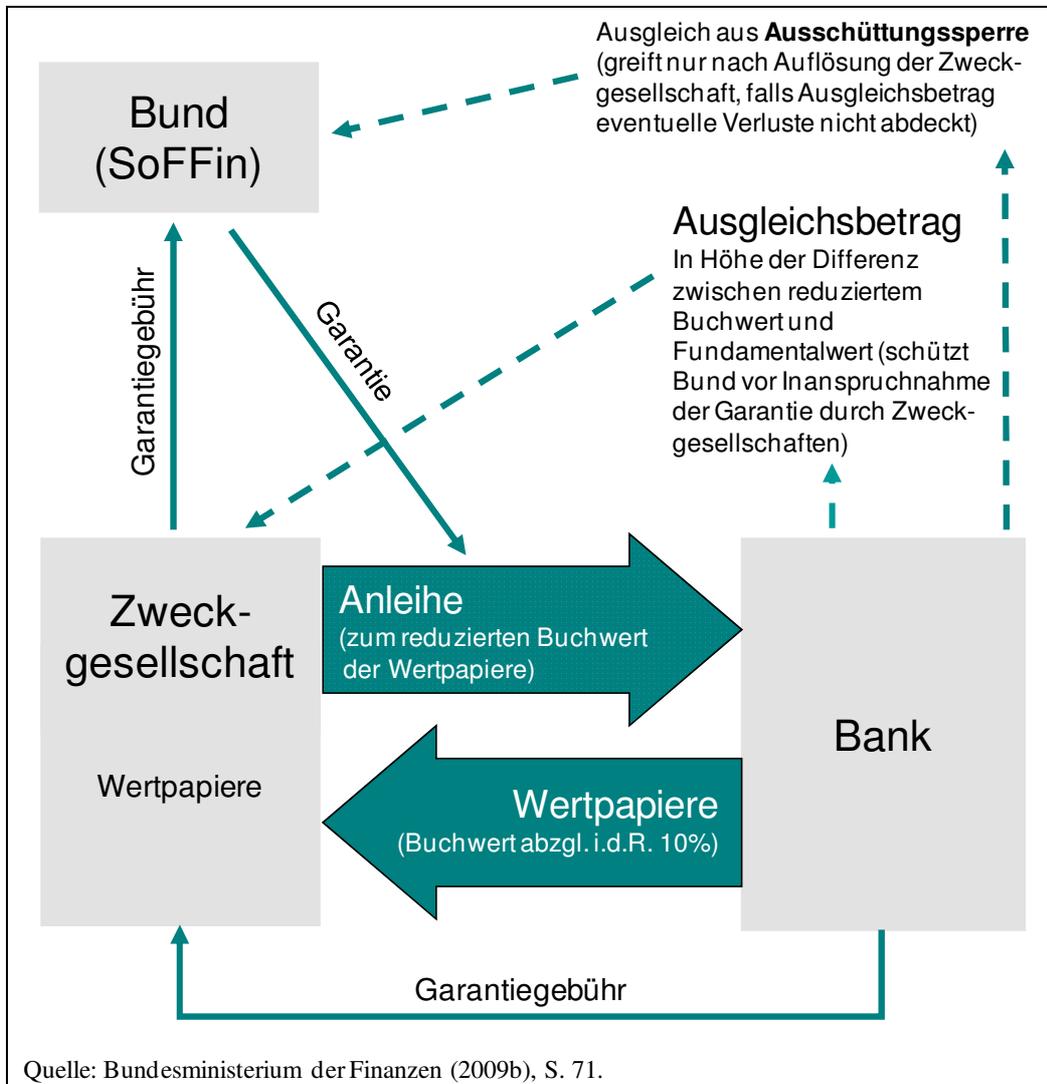


Abbildung 6 gibt eine Übersicht über das Konsolidierungsmodell (§ 8a FMStFG). Zwar geht es beim Konsolidierungsmodell im Kern auch um die Entlastung der Bankbilanzen, jedoch können hier nicht nur strukturierte Wertpapiere, sondern grundsätzlich sämtliche Risikopositionen bis hin zu nicht-strategischen Geschäftsbereichen ausgelagert werden. Diese deutlich erweiterten

²⁵ Vgl. hierzu die Ausführungen unter Abschnitt 3.3.2.

Möglichkeiten, welche natürlich ein aktives Management der ausgelagerten Positionen bedingen, erfordern jedoch, dass die Abwicklungsanstalt in der Rechtsform einer Anstalt des öffentlichen Rechts unter dem Dach der Finanzmarktstabilisierungsaufsicht (FMSA) angesiedelt ist.²⁶ Zwar ist jede im Rahmen des Konsolidierungsmodells gegründete Abwicklungsanstalt rechtlich lediglich ein Teil der FMSA, jedoch sind sie wirtschaftlich und organisatorisch selbständig. So verfügen sie über eine eigene Rechnungslegung und bilanzieren nach HGB. Zudem wird sichergestellt, dass sie nicht als Kreditinstitute gelten, so dass sie nicht der Bankenaufsicht unterworfen sind. Verluste der Abwicklungsanstalten sind jedoch von den Anteilseignern der Kernbanken zu tragen, d.h., dass die FMSA nicht für deren Verbindlichkeiten haftet. Sie könnte aber Garantien auf von den Abwicklungsanstalten begebenen Schuldverschreibungen gewähren, die ausschließlich zur Refinanzierung oder Rückdeckung der von ihnen übernommenen strukturierten Wertpapiere begeben werden. Nur diese Garantien würden dann auf den Garantierahmen von 400 Mrd. Euro angerechnet werden.²⁷

Laut Informationen des SoFFin sind für das Konsolidierungsmodell bisher zwei Anträge eingegangen. Antragsteller sind die WestLB sowie die Hypo Real Estate. Die Abwicklungsanstalt der WestLB mit dem Namen "Erste Abwicklungsanstalt" wurde im Dezember 2009 errichtet und es ist geplant, ein Portfolio von insgesamt 85 Mrd. Euro an strukturierten Wertpapieren, sonstigen Risikopositionen und nicht strategischen Geschäftsbereichen in die Abwicklungsanstalt auszugliedern.²⁸ Der Antrag der Hypo Real Estate befindet sich derzeit in Prüfung. Laut Angaben der Hypo Real Estate sollen Vermögenswerte von bis zu 210 Mrd. Euro übertragen werden.²⁹

²⁶ Dieses Konstrukt wird auch als „Anstalt in der Anstalt“ (AidA) bezeichnet.

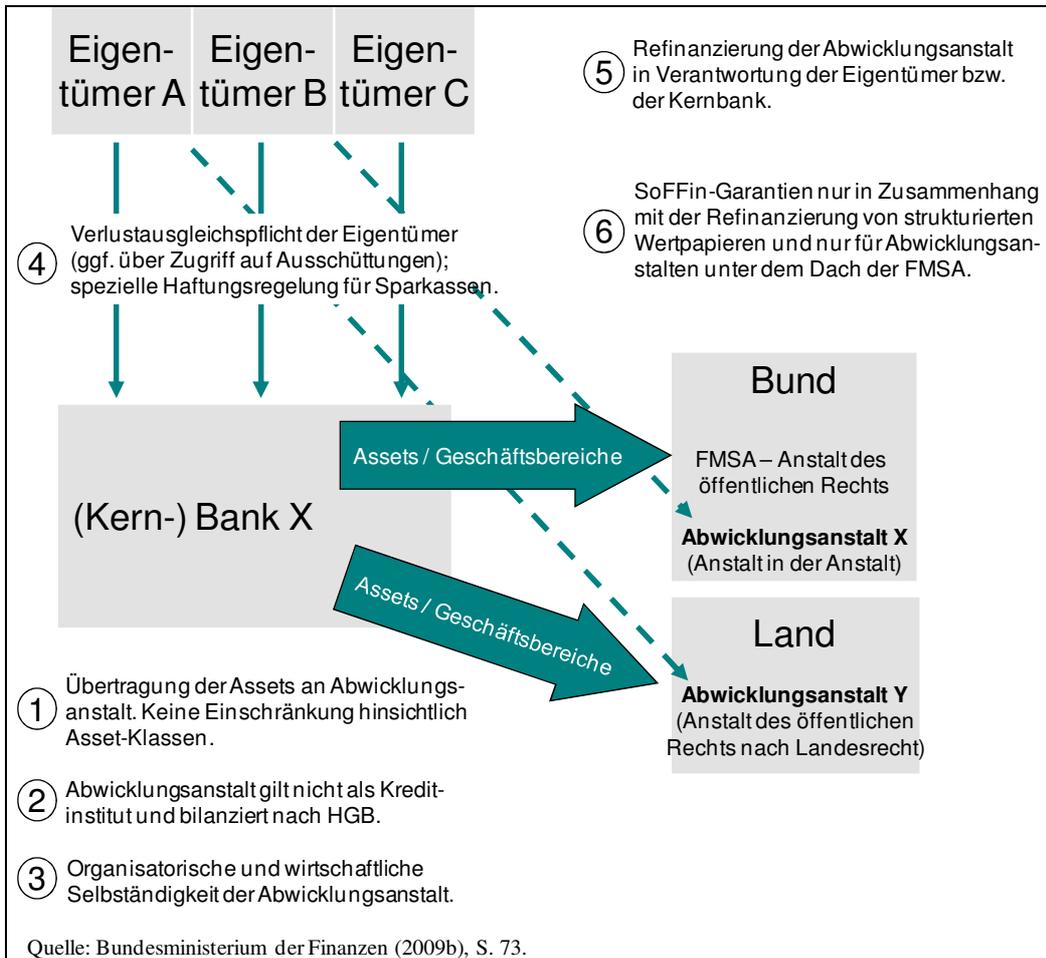
²⁷ Grundsätzlich besteht nach § 8b FMStFG auch für Bundesländer die Möglichkeit, ihre eigenen Abwicklungsanstalten mit denselben Erleichterungen zu gründen.

²⁸ Vgl. WestLB (2010), S. 124. Mittlerweile wurde der Betrag auf 77 Mrd. Euro reduziert, wie der SoFFin in einer Pressemitteilung vom 21. Mai 2010 bekannt gegeben hat.

²⁹ Vgl. HRE (2010a).

Abbildung 6: Das Konsolidierungsmodell

Ordinarius an der
Technischen Universität München



3.2 Fallbezogene Darstellung der Rettungsmaßnahmen

3.2.1 Hypo Real Estate

Wie die Europäische Kommission in ihrer Beihilfeentscheidung zur HRE feststellt,³⁰ sind die Probleme der HRE im Gegensatz zu vielen anderen Banken keine direkte Konsequenz aus einem Engagement auf dem amerikanischen Subprime-Markt, sondern rühren letztlich von Tätigkeiten der DEPFA Bank plc, die im Sommer 2007 von der HRE übernommen wurde. Die DEPFA, eine hauptsächlich auf die Staatsfinanzierung spezialisierte Bank, die 2002 aus steuerlichen und regulatorischen Gründen ihren Hauptsitz von Deutschland nach

³⁰ Vgl. Europäische Kommission (2009d).

Dublin verlegt hatte, finanzierte ihre langfristig begebenen Kredite durch die laufende Aufnahme kurzfristiger Kredite. Diese so genannte Fristentransformation ist zwar ein wesentliches Element bankbetrieblicher Tätigkeit. Sie beinhaltet aber auch erhebliche Risiken. Dies ist zum einen das Zinsänderungsrisiko, zum anderen das Refinanzierungsrisiko. Während sich das Zinsänderungsrisiko zumindest teilweise durch Hedgingstrategien eliminieren lässt, ist dies für das Refinanzierungsrisiko nicht möglich.

Geschäftsmodelle, wie sie unter anderem von der DEPFA betrieben wurden, sind durch das Austrocknen der Interbankenmärkte infolge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers im September 2008 unter erheblichen Druck gekommen. Als Folge konnte sich die DEPFA nicht mehr ausreichend auf den Interbanken refinanzieren. Die HRE war aber bald darauf auch nicht mehr in der Lage, den Refinanzierungsbedarf der DEPFA zum 30. September 2008 zu decken, weshalb letztlich der Bund zusammen mit der Deutschen Bundesbank und einem Finanzkonsortium deutscher Privatbanken zur Vermeidung eines möglicherweise systemrelevanten Zusammenbruchs einspringen musste.

Folgende Maßnahmen wurden dabei ergriffen:³¹

1. Gewährung einer durch den Bund gesicherten Liquiditätskredit Hilfe der Deutschen Bundesbank in Höhe von 20 Mrd. Euro.
2. Emission einer durch den Bund und dem Finanzkonsortium (bis maximal 8,5 Mrd. Euro) gesicherten Inhaberschuldverschreibung in Höhe von 15 Mrd. Euro durch die HRE.
3. Emission einer durch Vermögenswerte der HRE besicherten Bankschuldverschreibung in Höhe von 15 Mrd. Euro durch die HRE, die von dem Finanzkonsortium übernommen wurde.

³¹ Vgl. Europäische Kommission (2009d).

Rasch erwiesen sich diese Maßnahmen jedoch als unzureichend, weshalb der SoFFin in der Folgezeit zwischen November 2008 und Februar 2009 zusätzliche Garantien in Höhe von insgesamt 52 Mrd. Euro gewährte.³²

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Aufgrund dieses massiven Engagements des Bundes wurde die Forderung einer Übernahme der HRE durch den Bund immer lauter. Dies galt umso mehr, als es für die HRE weiterhin äußerst schwierig war, sich am Kapitalmarkt zu akzeptablen Konditionen zu refinanzieren. In einem ersten Schritt erwarb der SoFFin am 30. März 2009 im Rahmen einer Kapitalerhöhung 20 Millionen Aktien aus dem genehmigten Kapital der HRE unter Ausschluss des Bezugsrechtes zu einem Preis von 60 Mio. Euro. Damit hielt der SoFFin 8,7% der Stimmrechte der HRE.³³ Danach wurde die vollständige Übernahme der HRE ins Auge gefasst. Aufgrund der Eigentümerstruktur der HRE war eine solche vollständige Übernahme aber schwierig, weil eine Investorengruppe um den Finanzinvestor J. C. Flowers knapp 25% der Stimmrechte kontrollierte. Es wurde daher mit dem Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz (FMStErgG) ein zeitlich befristeter rechtlicher Rahmen geschaffen, der es dem Bund zur Sicherung der Finanzmarktstabilität im Notfall erlaubt hätte, die Aktionäre der HRE zu enteignen.³⁴

Von diesem Recht musste allerdings kein Gebrauch gemacht werden. Nach Ablauf der Annahmefrist eines freiwilligen Übernahmeangebots zum 4. Mai 2009 von 1,39 Euro pro Aktie hielt der SoFFin 47,31% aller Aktien der HRE.³⁵ Nach einer Kapitalerhöhung in Höhe von 2,96 Mrd. Euro (Ausgabe zu 3 Euro pro Aktie unter Ausschluss des Bezugsrechtes), deren einziger Zeichner der SoFFin war und die im Rahmen einer außerordentlichen Hauptversammlung am 2. Juni 2009 mit 73,59% beschlossen wurde, hielt der SoFFin 90% aller Aktien

³² Vgl. HRE (2008a), HRE (2008b), HRE (2009a) und HRE (2009b).

³³ Vgl. HRE (2009c) und Europäische Kommission (2009d).

³⁴ Eine ausführliche Darstellung der rechtlichen Abwägungen dieser Maßnahme ist hier aus Platzgründen nicht möglich. Aus Sicht des Bundes war entscheidend, dass eine rasche Übernahme der HRE nicht mit hinreichender Transaktionssicherheit möglich gewesen wäre.

³⁵ Vgl. SoFFin (2009a).

der HRE.³⁶ In einer außerordentlichen Hauptversammlung der HRE am 5. Oktober 2009 wurde schließlich der Ausschluss der Minderheitsaktionäre bei Gewährung einer Barabfindung in Höhe von 1,30 Euro beschlossen³⁷ und am 13. Oktober 2009 vom Amtsgericht München in das Handelsregister eingetragen. Seither hält der SoFFin 100% der Aktien der HRE.³⁸

Gleichzeitig mit der Meldung über die Komplettübernahme der HRE kündigte der SoFFin am 4. November 2009 auch eine Kapitalerhöhung von 3 Mrd. Euro an, um die Kapitalbasis der HRE weiter zu stärken. Zudem kündigte der SoFFin im Dezember 2009 an, das Garantievolumen um 43 Mrd. Euro aufzustocken, um die vom Bund, dem Finanzkonsortium und der Bundesbank gewährte Liquiditätsfazilität in Höhe von 50 Mrd. Euro, die in der Zwischenzeit auf 43 Mrd. Euro gesunken war, abzulösen.³⁹

Der letzte Schritt zur Rettung der HRE ist die bereits oben vorgestellte Gründung einer Abwicklungsanstalt, in der Werte in Höhe von insgesamt 210 Mrd. Euro ausgelagert werden sollen.

3.2.2 Commerzbank

Wie die Europäische Kommission in ihrer Beihilfeentscheidung zur Commerzbank schreibt, war das Institut bis zur Insolvenz von Lehman Brothers am 15. September 2008 unterdurchschnittlich von der Finanzmarktkrise betroffen.⁴⁰ Dies lag vor allem an der Ausrichtung der Commerzbank auf das Firmen- und Privatkundengeschäft, im Gegensatz zu vielen Konkurrenten, die vor der Krise vermehrt auf Eigenhandels- und Investmentbanking-Aktivitäten setzten. Nichtsdestotrotz kam die Commerzbank ab September 2008 unter Druck, was einerseits sicherlich an Verlusten aus Neubewertungen der eigenen

³⁶ Vgl. SoFFin (2009b).

³⁷ Vgl. SoFFin (2009c).

³⁸ Vgl. SoFFin (2009d).

³⁹ Vgl. SoFFin (2009f).

⁴⁰ Vgl. Europäische Kommission (2009a).

Aktiva lag,⁴¹ andererseits aber auch durch die am 31. August 2008 angekündigte und im Mai 2009 vollzogene Übernahme der Dresdner Bank⁴², die deutlich stärker von ihrer Investmentbanking-Sparte abhängig war. So lag die Kernkapitalquote der Dresdner Bank zum 31. Dezember 2008 gerade noch bei 4,0%.⁴³ Zwar erfüllte die Kernkapitalquote der Commerzbank noch die regulatorischen Anforderungen, jedoch „erschien eine signifikante Stärkung der Kapitalquote, insbesondere mit Blick auf die Rezessionsprognosen für 2009 und 2010 und gesteigerte Kapitalerwartungen von Marktteilnehmern und Ratingagenturen, notwendig.“⁴⁴ Aufgrund des schwierigen Marktumfeldes entschied sich die Commerzbank daher schließlich dazu, sich vom SoFFin unterstützen zu lassen.

Konkret wurden bis heute vier Maßnahmen durchgeführt:

- Die Gewährung einer stillen Einlage in Höhe von 8,2 Mrd. Euro zum 31. Dezember 2008 mit einer vertraglich festen Verzinsung von 9% p.a. und einer variablen Verzinsung von 0,01% pro 4,4 Mio. Euro ausgeschütteter Dividende.⁴⁵
- Die Bereitstellung eines Garantierahmens in Höhe von 15 Mrd. Euro, der laut Informationen des SoFFin bisher in Höhe von 5 Mrd. Euro in Anspruch genommen wurde.⁴⁶
- Die Zeichnung einer Kapitalerhöhung in Höhe von rund 1,8 Mrd. Euro durch den SoFFin, wodurch dieser mit 25% + 1 Aktie zum größten Einzelaktionär der Commerzbank wurde.⁴⁷

⁴¹ So schreibt die Europäische Kommission (2009a), dass die Commerzbank allein in ihrem Geschäftsfeld Public Finance einen Kapitalverlust in Höhe von 3 Mrd. Euro hinnehmen musste.

⁴² Vgl. Commerzbank (2008a) und Commerzbank (2009c).

⁴³ Vgl. Europäische Kommission (2009a).

⁴⁴ Vgl. Europäische Kommission (2009a), S. 5.

⁴⁵ Vgl. Commerzbank (2008b). Hier wurde auch gleichzeitig eine Aussetzung der Dividendenzahlungen für die Jahre 2009 und 2010 angekündigt.

⁴⁶ Vgl. Commerzbank (2008b). Genaue Informationen über die Emission der von der SoFFin garantierten Anleihe finden sich in Commerzbank (2009a).

- Die Gewährung einer weiteren stillen Einlage in Höhe von 8,2 Mrd. Euro im Sommer 2009 mit einer vertraglich festen Verzinsung von 9% p.a. und einer variablen Verzinsung von 0,01% pro 5,9 Mio. Euro ausgeschütteter Dividende.⁴⁸

Ordinarius an der
Technischen Universität München

3.3 Maßnahmen auf Länderebene

Vorauszuschicken ist hier, dass die Länder an den oben beschriebenen Rettungsmaßnahmen finanziell insoweit beteiligt sind, als der Bund ein mögliches Defizit des SoFFin lediglich zu 65% tragen würde. Die restlichen 35% müssen nach § 13 (2) FMStFG – bis zu einer maximalen Zahlung von 7,7 Milliarden Euro – von den Bundesländern getragen werden.

Unabhängig davon haben die Länder eigene Initiativen zur Rettung ihrer Landesbanken ergriffen, die im Folgenden vorgestellt werden sollen. Dabei haben auch die Länder, ähnlich wie der Bund, den Banken einerseits durch die Zuführung von frischem Kapital, andererseits durch die Gewährung von Garantien geholfen. Tabelle 5 fasst die Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen der verschiedenen Bundesländer für ihre Landesbanken zusammen.

In Hinblick auf die Garantien der Bundesländer ist noch interessant zu erwähnen, dass die Bundesländer des Öfteren von einem Konstrukt Gebrauch gemacht haben, bei dem sie nach dem so genannten Wasserfallprinzip erst dann für Verluste von Wertpapierportfolios einspringen, wenn die von den Eigentümern zu tragenden Verluste einen bestimmten Betrag übersteigen (First-Loss-Piece). Damit tragen sie also erst den zweiten Teil der Verluste (Second-Loss-Piece). Dabei muss jedoch bedacht werden, dass die Bundesländer selbst Miteigentümer an den Landesbanken sind und damit auch anteilig in Höhe ihrer Beteiligung an den Verlusten aus dem First-Loss-Piece partizipieren. Diese indirekte Verlustbeteiligung wird bei den hier angestellten Berechnungen dadurch berücksichtigt, dass der effektive Garantierahmen entsprechend erhöht wird.

⁴⁷ Vgl. Commerzbank (2009d).

⁴⁸ Vgl. Ebd. und Commerzbank (2009b).

Tabelle 5: Rettungs- und Stabilisierungsmaßnahmen auf LänderebeneOrdinarius an der
Technischen Universität München

Institut	(Maximale) Höhe (in Mrd. €)	Beschreibung
Kapitalzuführung		
BayernLB	3,0	Stille Einlage
BayernLB	3,0	Kapitalerhöhung
BayernLB	4,0	Kapitalerhöhung
HSH Nordbank	3,0	Kapitalerhöhung
LBBW	2,0	Kapitalerhöhung
Garantie		
BayernLB	5,9	Garantie für Verluste des ABS-Portfolios
HSH Nordbank	12,7	Bürgschaft zur Risikoabschirmung
SachsenLB	2,8	Garantie für Verluste eines Wertpapierportfolios
NordLB	3,5	SoFFin-ähnliche Garantie
WestLB	3,8	Garantie für Verluste eines Wertpapierportfolios
LBBW	13,5	Garantie für Verluste eines ABS-Portfolios und aus Krediten

Quelle: Europäische Kommission, Pressemitteilungen und Geschäftsberichte der betroffenen Unternehmen; Zur LBBW-Kapitalerhöhung: Insgesamt erhielt die LBBW eine Einlage in Höhe von 5 Mrd. Euro. Da diese jedoch von den Trägern der LBBW bereitgestellt wurde, entfallen lediglich knapp 40% auf das Land Baden-Württemberg. Die restlichen 3 Mrd. wurden von den beiden anderen Eigentümern bereitgestellt, genauer, dem Sparkassenverband Baden-Württemberg, der ca. 40% der Anteile hält, und der Stadt Stuttgart. Interessant ist im Zusammenhang mit dieser Kapitalerhöhung auch, dass die Bank laut Europäischer Kommission (2009h) für das zugeführte Kapital eine Gesamtvergütung von 10% zahlt und zudem die Rückzahlung ab 2013 in fünf Tranchen bereits geplant ist. Daher ähnelt diese Kapitalerhöhung einer stillen Beteiligung. Zur NordLB-Garantie: Ursprünglich wurden im Rahmen des sog. G-MTN-Programm Garantien in Höhe von bis zu 20 Mrd. Euro gegeben. Bislang wurden jedoch lediglich Anleihen in Höhe von 3,5 Mrd. Euro emittiert. Zudem hat die Nord/LB die Europäische Kommission in der Zwischenzeit informiert, dass sie das Programm nicht mehr in Anspruch nehmen wird. Vgl. NordLB (2009).

Dabei werden die Fälle der BayernLB und WestLB, die beide von diesem Konstrukt Gebrauch gemacht haben, in den nächsten zwei Abschnitten näher vorgestellt. Kurz erwähnt werden soll hier noch der Fall der HSH Nordbank, die von den Ländern Schleswig-Holstein und Hamburg eine Garantie in Höhe von

10 Mrd. Euro auf ein Wertpapierportfolio erhalten hat, welche jedoch erst nach einer Selbstbeteiligung der Landesbank in Höhe von 3,2 Mrd. Euro greift. Da jedoch die beiden Länder zu knapp 85% an der HSH Nordbank beteiligt sind, würden sie bei einem Totalverlust aus dem First-Loss-Piece einen Verlust im Wert ihrer Beteiligung von 2,7 Mrd. Euro zu tragen haben.⁴⁹ Ähnlich gelagert ist die Situation bei der LBBW, welche ein First-Loss-Piece in Höhe von 1,9 Mrd. Euro zu tragen hat. Erst danach greift die Garantie des Landes Baden-Württemberg in Höhe von 12,7 Mrd. Euro. Da Baden-Württemberg jedoch selbst wieder mit knapp 40% an der LBBW beteiligt ist, wird in diesem Gutachten ein effektiver Garantierahmen von 13,5 Mrd. Euro angenommen.⁵⁰

3.3.1 Der Fall der BayernLB

Die Ursache der Schwierigkeiten der BayernLB während der Finanzmarktkrise ist schnell bestimmt, denn im Gegensatz zu den bereits oben vorgestellten Fällen der HRE und Commerzbank hatte die BayernLB ein großes ABS-Portfolio.⁵¹ Zwar umfassten die ABS der BayernLB eine Vielzahl verschiedener Arten an forderungsbesicherten Wertpapieren, jedoch machten Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) des Prime- und Sub-Prime-Standards etwa die Hälfte des Gesamtportfolios aus.⁵² Diese Wertpapiere litten während der Finanzmarktkrise unter besonderem Abschreibungsdruck. Diese Tatsache in Kombination mit den ohnehin schwierigen Bedingungen auf den Kapitalmärkten führte zu der Notwendigkeit staatlicher Hilfen für die BayernLB, die sowohl vom SoFFin als auch vom Freistaat Bayern bereitgestellt wurden.

Konkret wurde die BayernLB durch folgende Maßnahmen des *Freistaats Bayern* unterstützt:

⁴⁹ Vgl. Europäische Kommission (2009g).

⁵⁰ Vgl. Europäische Kommission (2009h).

⁵¹ Zur Rolle von ABS-Portfolios in der Finanzmarktkrise vgl. unter anderem Sachverständigenrat (2008), Kapitel 3.

⁵² Vgl. Europäische Kommission (2009b).

- Abschirmung des ABS-Portfolios bis zu einem Höchstbetrag von 4,8 Mrd. Euro zur Verhinderung weiterer Abschreibungen.⁵³
- Eine Kapitalerhöhung von insgesamt 10 Mrd. Euro, durchgeführt in drei Tranchen:
 - a) Dezember 2008: Kapitalzuführung in Höhe von 3 Mrd. Euro, wodurch der Anteil des Freistaates Bayern von ca. 50% auf ca. 88% stieg.⁵⁴
 - b) Januar 2009: Gewährung einer stillen Einlage in Höhe von 3 Mrd. Euro, die – solange kein Bilanzverlust bei der BayernLB vorliegt – mit 10% verzinst wird.⁵⁵
 - c) März 2009: Kapitalerhöhung in Höhe von 4 Mrd. Euro, wodurch der Anteil des Freistaates Bayern auf ca. 94% stieg und zudem die Anforderung des SoFFin, eine Kernkapitalquote von ca. 9% zu haben, erreicht wurde.⁵⁶

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Zusätzlich gewährte der SoFFin einen Garantierahmen in Höhe von 15 Mrd. Euro, den die BayernLB jedoch nur in Höhe von 5 Mrd. Euro in Anspruch genommen und den ungenutzten Teil bereits zurückgegeben hat.⁵⁷

3.3.2 Der Fall der WestLB

Ähnlich zur BayernLB waren auch bei der WestLB Abschreibungen der Portfolioinvestments Auslöser für die Schwierigkeiten der Bank.⁵⁸ Bevor die

⁵³ Diese Garantie greift jedoch nur dann, wenn ein Verlust von 1,2 Mrd. Euro überschritten wird (Selbstbehalt der BayernLB). Jedoch muss hier beachtet werden, dass der Freistaat Bayern mittlerweile etwa 94% der Anteil der BayernLB hält und damit auch den Löwenanteil des First-Loss-Piece tragen müsste. Hinsichtlich der Garantie in Höhe von 4,8 Mrd. Euro kommt zudem die Europäische Kommission zu dem Schluss, „dass die Abschirmung des ABS-Portfolios nicht mit einer Garantie zu vergleichen ist, sondern eher mit einer Kapitalzuführung, da sie der Kompensation bereits konkretisierter signifikanter Verluste dient“ (Europäische Kommission (2008c), S. 8).

⁵⁴ Vgl. Bayerisches Staatsministerium der Finanzen (2009), S. 54 und S. 61, sowie Bayerischer Oberster Rechnungshof (2009), S. 102.

⁵⁵ Vgl. Bayerischer Oberster Rechnungshof (2009), S. 102.

⁵⁶ Ebenda.

⁵⁷ Vgl. BayernLB (2009).

Maßnahmen im Einzelnen genau vorgestellt werden, soll hier kurz die Chronologie der Krise der WestLB aufgezeigt werden. Interessanterweise hat die WestLB bereits im ersten Halbjahr 2008, also lange vor der Verabschiedung des Bad-Bank-Gesetzes durch den Bundestag, die Phoenix Light SF Limited, eine Zweckgesellschaft irischen Rechts, gegründet, mit dem Ziel, Risikopositionen in Höhe von insgesamt 23 Mrd. Euro auszulagern. Der Ankauf dieser Wertpapiere wurde wiederum durch die Ausgabe von Anleihen finanziert, die in Höhe von 3 Mrd. Euro vom Land Nordrhein-Westfalen garantiert wurden. Diese Garantie war einer Zahlungsverpflichtung der Eigentümer der WestLB in Höhe von 2 Mrd. Euro nachgelagert.⁵⁹ Zwar genehmigte die Europäische Kommission die Auslagerung von Risikopositionen in eine Zweckgesellschaft als befristete Rettungsbeihilfe, forderte Deutschland aber gleichzeitig auf, innerhalb von sechs Monaten einen schlüssigen und weitreichenden Umstrukturierungsplan für die WestLB vorzulegen. Andernfalls hätte die WestLB die Vermögenswerte wieder in ihre Bilanz aufnehmen müssen.⁶⁰ Zentraler Punkt dieses Umstrukturierungsplans ist die „Verschlankung, Kostensenkung, Risikominderung und Neuausrichtung“ und ein anschließender Eigentümerwechsel im Rahmen eines Bieterverfahrens, der spätestens bis zum 01. Januar 2012 wirksam sein soll.⁶¹ Nachdem die Europäische Kommission diesen Umstrukturierungsplan im Mai 2009 billigte, begann die WestLB in enger Zusammenarbeit mit dem SoFFin mit der Umsetzung der Umstrukturierung. Kern dieser Umstrukturierung ist die im Dezember 2009 errichtete Abwicklungsanstalt, die im Rahmen des Konsolidierungsmodells unter dem Dach der FMSA errichtet wurde und in die ein Portfolio von insgesamt 85 Mrd. Euro an strukturierten Wertpapieren,

⁵⁸ Vgl. Europäische Kommission (2009c).

⁵⁹ Vgl. WestLB (2008). Für eine genauere Beschreibung der Transaktion vgl. Europäische Kommission (2009c). Da das Land Nordrhein-Westfalen mit ca. 37,7% selbst Anteilseigner an der WestLB ist, ergibt sich eine effektive Garantie von ca. 3,8 Mrd. Euro. Vgl. hierzu Landesrechnungshof Nordrhein-Westfalen (2009), S. 85.

⁶⁰ Vgl. Europäische Kommission (2008a).

⁶¹ Vgl. Europäische Kommission (2009c), Abschnitt 2.4.

sonstigen Risikopositionen und nicht strategischen Geschäftsbereichen ausgliedert werden soll, u.a. auch das Phoenix-Portfolio.⁶²

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Zur Unterstützung dieser Maßnahme kündigte der SoFFin Ende November 2009 die Zufuhr einer stillen Einlage in Höhe von 3 Mrd. Euro zu Gunsten der WestLB an,⁶³ die ab dem 01. Juli 2010 in Aktien umgewandelt werden könnte.⁶⁴ Diese Einlage ermöglicht es der WestLB wiederum, die erste Abwicklungsanstalt mit 3 Mrd. Euro Eigenkapital auszustatten, was derzeit vorgesehen ist. Zudem soll eine Garantie in Höhe von 1 Mrd. Euro für die erste Abwicklungsanstalt von den Alteigentümern, die außerdem alle weiteren Verluste der Abwicklungsanstalt ausgleichen müssen, gegeben werden.⁶⁵

3.4 Weitere Stabilisierungsmaßnahmen der Bundesregierung

Zusätzlich zu den spezifischen Maßnahmen zur Rettung bzw. Stabilisierung des Finanzsektors hat die Bundesregierung im Zuge der Finanzmarktkrise noch weitere Maßnahmen ergriffen, insbesondere um die befürchteten Auswirkungen auf die konjunkturelle Entwicklung einzudämmen. Diese Maßnahmen sollen hier noch kurz beschrieben werden. Inwiefern die dabei für den Steuerzahlen entstandenen Kosten ebenfalls direkt der Finanzmarktkrise zugerechnet werden können, sei dahingestellt. Man könnte hier von Kosten der Finanzmarktkrise im weiteren Sinne sprechen, während die Kosten der Bankenrettungspakte sicherlich zu den Kosten im engeren Sinne zu rechnen sind.

Bereits am 05. November 2008 wurde das Maßnahmenpaket „Beschäftigungssicherung durch Wachstumsstärkung“, auch als Konjunkturpaket I bezeichnet, beschlossen. Zu diesen Maßnahmen zählte bspw. eine Verlängerung der Bezugsdauer von Kurzarbeitergeld, die Ermöglichung der

⁶² Vgl. Europäische Kommission (2009i).

⁶³ Vgl. SoFFin (2009e). Im Oktober 2009 gewährte der SoFFin der WestLB bereits eine kurzfristige Garantie in Höhe von 6,4 Milliarden Euro, die jedoch nur bis zum 30. November 2009 galt. Diese war notwendig, da sonst die regulatorische Eigenkapitalquote aufgrund sich anhäufender Verluste des Phoenix-Portfolios unter 7% gefallen wäre. Für genauere Informationen vgl. Europäische Kommission (2009f) und Europäische Kommission (2009i).

⁶⁴ Vgl. Europäische Kommission (2009i), S. 4.

⁶⁵ Vgl. WestLB (2010), S. 50.

degressiven Abschreibung für bewegliche Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens in Höhe von 25% oder die Kraftfahrzeugsteuerbefreiung für neue Personenkraftwagen. Damit sollten laut Informationen des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie „Investitionen und Aufträge von Unternehmen, privaten Haushalten und Kommunen in einer Größenordnung von rund 50 Milliarden Euro in den Jahren 2009 und 2010“ gefördert werden.⁶⁶ Mit den 30 Mrd. Euro ist hier jedoch die Höhe der geförderten Investitionen gemeint und nicht das Volumen der vom Staat eingesetzten Mittel. Diese belaufen sich laut Informationen des Bundesministeriums der Finanzen auf ca. 11 Mrd. Euro.

Bereits knapp zwei Monate später, am 14. Januar 2009, verabschiedete die Bundesregierung den „Pakt für Beschäftigung und Stabilität“, auch besser bekannt als Konjunkturpaket II, in dem weitere Maßnahmen in Höhe von 50 Mrd. Euro zur Überwindung einer sich im Jahr 2009 abzeichnenden Rezession beschlossen wurden.⁶⁷ Die 50 Mrd. Euro beziehen sich in diesem Fall auf die erwarteten Belastungen für die öffentlichen Haushalte. Tabelle 6 gliedert die Maßnahmen des Konjunkturpakets II in unterschiedliche ökonomische Kategorien. Dabei bilden staatliche Investitionen den größten Einzelposten mit insgesamt 17,4 Mrd. Euro, aber auch die Transfers an private Haushalte und Unternehmen sowie die Senkung der Sozialversicherungsbeiträge machen einen beträchtlichen Teil aus.

⁶⁶ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010b). Hier findet sich auch eine Übersicht über alle im Rahmen des Konjunkturpakets I beschlossenen Maßnahmen.

⁶⁷ Eine Übersicht über alle im Rahmen des Konjunkturpakets II beschlossenen Maßnahmen findet sich in Bundesministerium der Finanzen (2009a).

Tabelle 6: Umfang und Struktur des Konjunkturpakets II (Haushaltsbelastung gegenüber 2008, in Mrd. Euro).⁶⁸

Ordinarius an der
Technischen Universität München

	2009	2010	Insgesamt
Staatliche Investitionen	13,7	3,7	17,4
Investitionen der Länder und Gemeinden	11,7	1,7	13,4
Bundesinvestitionen	2,0	2	4,0
Transfers an private Haushalte und Unternehmen	7,8	1,1	8,9
Kinderbonus	1,8	-	1,8
Erhöhter Kinderregelsatz im ALG II	0,2	0,3	0,5
Umweltprämie	5	-	5,0
Neuregelung der Kfz-Steuer	0,2	0,2	0,4
Arbeitsmarktpolitische Maßnahmen	0,6	0,6	1,2
Subventionen	0,7	0,7	1,4
Senkung der Sozialversicherungsbeiträge	4,3	7,5	11,8
Senkung des Beitrags zur GKV	3,2	6,3	9,5
Übernahme von Sozialversicherungsbeiträgen der Unternehmen z. B. Auf Kurzarbeitergeld	1,1	1,2	2,3
Senkung der Einkommensteuer	3,1	5,6	8,7
Sonstige	1,4	3,2	4,6
Insgesamt	31,0	21,8	52,8

Quelle: Barabas et al. (2009); Die Belastungen für die Umweltprämie wurden von 1,5 Mrd. Euro auf 5 Mrd. Euro angepasst.

Weiterhin wurde bereits im Oktober 2008 ein Entlastungspaket beschlossen, das jedoch erst im Dezember 2008 im Rahmen des Familienleistungsgesetzes und im Juli 2009 im Rahmen des Bürgerentlastungsgesetzes in Kraft getreten ist. Beide Maßnahmen zusammen beinhalten einkommensteuerliche Entlastungen, die in den Jahren 2009 und 2010 für die öffentlichen Haushalte insgesamt 21 Mrd. Euro ausmachen. Dazu kommen weitere Maßnahmen der Bundesregierung zur Konjunkturstabilisierung, wie etwa die Wiedereinführung der Pendlerpauschale⁶⁹ (geplante Haushaltsbelastung in Höhe von rund 8,5 Mrd. Euro), eine befristete Entlastung bei der Unternehmensbesteuerung und die Beschlüsse im Rahmen des

⁶⁸ Die Belastungen für die Umweltprämie wurden von 1,5 Mrd. Euro auf 5 Mrd. Euro angepasst.

⁶⁹ Vgl. Gesetz zur Fortführung der Gesetzeslage 2006 bei der Entfernungspauschale vom 20. April 2009, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 Teil I Nr. 20.

Wachstumsbeschleunigungsgesetzes⁷⁰ (geplante Haushaltsbelastung von rund 4,3 Mrd. Euro).

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Somit umfassen die Maßnahmen in den öffentlichen Haushalten für die Jahre 2009 und 2010 insgesamt zusammen knapp unter 100 Mrd. Euro zur Stabilisierung in der Krise und zur Förderung des Wachstums, wobei rund 11 Mrd. Euro auf das Konjunkturpaket I, ca. 50 Mrd. Euro auf das Konjunkturpakete II und ungefähr 34 Mrd. Euro auf weitere Maßnahmen entfallen.

4 Exitstrategien und die Kosten der Finanzmarktkrise

Nachdem der deutsche Staat im Zuge der Stabilisierungsmaßnahmen zur Bewältigung der Finanzkrise zu einem bedeutenden Anteilseigner an mehreren deutschen Banken geworden ist, stellt sich die Frage *ob, wann* und insbesondere *wie* er seine Beteiligungen wieder reduzieren kann.⁷¹ Im Folgenden wird zunächst die Notwendigkeit des Ausstiegs kurz erörtert, bevor die Ausstiegsoptionen für die sich im staatlichen Eigentum befindlichen Eigenkapitaltitel ausführlich dargestellt werden und eine Abschätzung der Kosten der staatlichen Rettungsprogramme vorgenommen wird.

4.1 Exitstrategien im privaten Bankensektor

Die Finanzmarktstabilisierungsgesetze und ihre Begründungen besagen richtigerweise, dass sich der Staat nicht dauerhaft an systemrelevanten Banken beteiligen möchte. Die Bedeutung eines marktwirtschaftlich organisierten Kreditsektors für den gesellschaftlichen Wohlstand wurde bereits in Abschnitt 2.2 ausführlich erläutert. Insoweit ist es tatsächlich geboten, die Diskussion über mögliche Exitstrategien für den Bund so früh als möglich zu beginnen.⁷²

⁷⁰ Vgl. Gesetz zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums (Wachstumsbeschleunigungsgesetz) vom 22. Dezember 2009, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2009 Teil I Nr. 81.

⁷¹ Die Ausführungen in diesem Kapitel beschränken sich auf die Diskussion der Exitstrategien für die im Bundesbesitz stehenden Eigenkapitalanteile an den Banken. Mögliche Rückzugsstrategien für die vom Staat geleisteten Garantien werden dabei nicht thematisiert.

⁷² Nach Redaktionsschluss zu diesem Gutachten hat die Bundesregierung einen Expertenrat zur Erarbeitung von Exitstrategien im Bankensektor eingesetzt: vgl. http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_3378/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Finanz_und_Wirtschaftspolitik/20100623_Expertenrat_Anlage_1,templated=raw,property=publicationFile.pdf.

Dies gilt umso mehr, als die Gesetzesmaterialien keine Erläuterungen dazu enthalten, wann und in welcher Form ein Exit erfolgen soll. Während auf eine zeitliche Einschränkung der staatlichen Eigenkapitalbeteiligungen verzichtet wurde, sind die staatlichen Garantien wie auch die Übernahme von Risikopositionen im FMStG auf 60 Monate⁷³ begrenzt (§ 6 FMStFG). Für den Spezialfall von Banken, deren Anteile enteignet wurden, enthält § 6 des Rettungsübernahmegesetzes die Vorschrift, dass diese wieder privatisiert werden müssen, wenn sie nachhaltig stabilisiert wurden.⁷⁴

Unter kurzzeitigem Staatsbesitz sind die in Abschnitt 2.2 ausführlich genannten negativen Effekte möglicherweise zu vernachlässigen. Bei länger andauerndem Staatseinfluss besteht jedoch die Gefahr „dass sich die Akteure an den Staat als Unternehmer gewöhnen und Interessengruppen Vorteile auf Kosten der Steuerzahler dauerhaft festschreiben“⁷⁵ und es zu Wettbewerbsverzerrungen im Bankensystem kommt. Daher ist eine mittelfristige Veräußerung der staatlichen Bankbeteiligungen dringend anzuraten. Die Notwendigkeit des Exit wird auch von der Bundesregierung erkannt, die „deshalb eine konsistente und geordnete Ausstiegsstrategie aus staatlichen Stabilisierungsmaßnahmen entwickeln und umsetzen“ wird, um die „Wiederherstellung eines funktionsfähigen Marktmechanismus“ zu gewährleisten.⁷⁶ Konkrete Zeitpläne sind hierfür allerdings nicht genannt worden. Hingegen hat auf Landesebene die bayerische Staatsregierung angekündigt, die BayernLB bis 2014 zunächst teilweise zu privatisieren und ein Jahr später nach Ablauf der Staatsträgerhaftung komplett zu privatisieren.⁷⁷ Ebenso gilt für die WestLB aufgrund der Vorgaben der Europäischen Kommission, dass bis zum 1. Januar 2012 ein Eigentümerwechsel vollzogen sein muss, wie in Abschnitt 3.3.2 erläutert wurde.

⁷³ Die zeitliche Beschränkung der Garantien wurde zunächst auf 36 Monate festgelegt. Erst durch das Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz wurde sie auf 60 Monate verlängert.

⁷⁴ Dabei ist den vormaligen Anteilsinhabern bei der Reprivatisierung ein Recht auf bevorzugten Erwerb einzuräumen.

⁷⁵ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010a)

⁷⁶ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010a).

⁷⁷ Vgl. Süddeutsche Zeitung (2008c).

Ein Exit sollte erfolgen, sobald „die Finanzmärkte wieder reibungslos arbeiten“.⁷⁸ Im Finanzmarktstabilisierungsgesetz ist allerdings nicht dargelegt, wann von einer Stabilisierung des Finanzsystems die Rede sein kann. Der richtige Ausstiegszeitpunkt sollte abhängig von der Stabilität des Finanzsystems sowie der Liquiditäts- und Kapitalausstattung der einzelnen Banken und ihrem Zugang zu privaten Finanzierungsquellen gewählt werden.

4.2 Konsolidierung des Landesbankensektors

Neben der Tatsache, dass die Finanzmarktkrise gezeigt hat, welche erheblichen Risiken die Steuerzahler mit staatlichen Bankaktivitäten zu tragen haben, sprechen auch betriebswirtschaftliche Gründe für eine weitere Konsolidierung des Landesbankensektors. Immerhin ist zu beachten, dass der Landesbankensektor trotz der zum Teil erfolgten Fusionen und Übernahmen⁷⁹ mit sieben heute noch unabhängigen Landesbanken⁸⁰ sehr zersplittert ist. Als die regionalen Zentralinstitute der Sparkassen nehmen alle Landesbanken ähnliche Aufgaben wahr, was erhebliche Effizienzpotenziale im Falle einer Konsolidierung birgt. So fordert auch das DIW eine Bündelung dieser gemeinsamen Funktionen in einer bundesweit agierenden Zentralbank der Sparkassen.⁸¹

Ob man es angesichts der Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise den politischen Kräften überantworten sollte, Konsolidierungsmodelle für den Landesbankensektor zu entwerfen, ist zumindest zu bezweifeln. Vielmehr könnte man die jetzt anstehenden Privatisierungen der Landesbanken nutzen, um die Marktkräfte entscheiden zu lassen, welche Konsolidierungsmodelle sich durchsetzen. Dazu wäre im ersten Schritt lediglich notwendig, dass man die gegenüber der Europäischen Kommission ohnehin schon versprochene Umstrukturierung der Landesbanken, insbesondere die Konzentration auf deren

⁷⁸ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010a).

⁷⁹ Z.B. Fusion der Hamburgischen Landesbank und der Landesbank Schleswig-Holstein zur HSH Nordbank (2003) oder die Verschmelzung der LRP Landesbank Rheinland-Pfalz auf die LBBW (2008).

⁸⁰ Es sind dies die BayernLB, LBBW, Helaba, WestLB, NordLB, HSH Nordbank, LBB.

⁸¹ Vgl. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2010).

Kernkompetenzen, umsetzt. Danach wäre der Weg frei für eine Privatisierung. Wie sich diese Privatisierung dann auf die Struktur der deutschen Bankenlandschaft auswirken würde, könnte man durch einen diskriminierungsfreien und ergebnisoffenen Privatisierungsprozess dem Markt überlassen.

4.3 Mögliche Exitszenarien im Bankensektor

In diesem Kapitel soll der Optionenraum der Exitstrategien für die staatlichen Bankbeteiligungen skizziert werden. Prinzipiell lassen sich fünf Exitoptionen unterscheiden: Der Verkauf der Beteiligungen an Minderheitsinvestoren über die Börse oder in einer außerbörslichen Transaktion, der Verkauf an einen oder mehrere Mehrheitsinvestoren, die Einbringung der Anteile in eine Fusion, die Verwässerung des Anteilsbesitzes im Rahmen einer Kapitalerhöhung oder die Insolvenz. Da die Rettungsmaßnahmen zur Vermeidung einer Insolvenz durchgeführt wurden, braucht diese Option hier nicht weiter vertieft zu werden. Daher werden im Folgenden die vier zuvor genannten Exitoptionen kritisch gewürdigt und hinsichtlich ihrer Eignung analysiert. Im Rahmen einer qualitativen Beurteilung sollen der erzielbare Preis, die Umsetzungsgeschwindigkeit sowie auch wettbewerbspolitische Überlegungen in die Betrachtung miteinbezogen werden. Dabei wird auf die Spezifika der privaten und der öffentlichen Banken jeweils gesondert eingegangen.

4.3.1 Anteilsverkauf an Minderheitsinvestoren

Bei einem Verkauf an Minderheitsinvestoren werden die Anteile in kleineren Paketen oder einzeln an eine breit gestreute Investorenbasis veräußert, die keine Kontrolle über das Unternehmen erlangen wollen. Sie erwerben die Anteile aus reinen Anlagemotiven und haben kein strategisches Interesse an dem Unternehmen. Beispiele für mögliche Investoren sind Pensionsfonds, Versicherungen, Publikumsfonds und Privatinvestoren. Im Regelfall sind sie nur an Anteilspaketen interessiert, die nur einen sehr geringen Prozentsatz des Grundkapitals umfassen und damit nur einen geringen Anteil an ihren diversifizierten Portfolios ausmachen.

Beim Verkauf an Minderheitsinvestoren sind grundsätzlich zwei Transaktionsmechanismen einsetzbar: Der Verkauf über die Börse (Öffentliches Angebot, IPO) oder der außerbörsliche Verkauf (Privatplatzierung). Während beim Verkauf über die Börse der Markt als Preisfindungsmechanismus verwendet wird, werden die Preise beim außerbörslichen Verkauf entweder vor Beginn der Suche nach kaufwilligen Investoren vorgegeben oder in individuellen privaten Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer ausgehandelt. Hier sind auch auktionsähnliche Verfahren denkbar.

Aufgrund kapitalmarktrechtlicher Vorgaben ist ein öffentliches Angebot zeitlich deutlich aufwendiger als eine Privatplatzierung. In der Regel ist im erstgenannten Fall mit einer Vorlaufzeit von 4 bis 6 Monaten zu rechnen. Eine Sondersituation liegt dann vor, wenn das Unternehmen bereits über eine Börsennotierung verfügt, wie das im Falle der Commerzbank gegeben ist. Unter dieser Voraussetzung ist ein Verkauf der vom SoFFin gehaltenen Anteile auch kurzfristig möglich. Es ist lediglich zu entscheiden, ob die Aktien marktschonend in kleineren Losgrößen in den Markt gegeben werden oder ob – etwa im Rahmen eines Bookbuildingverfahrens – das gesamte Aktienpaket bei institutionellen Investoren platziert wird.

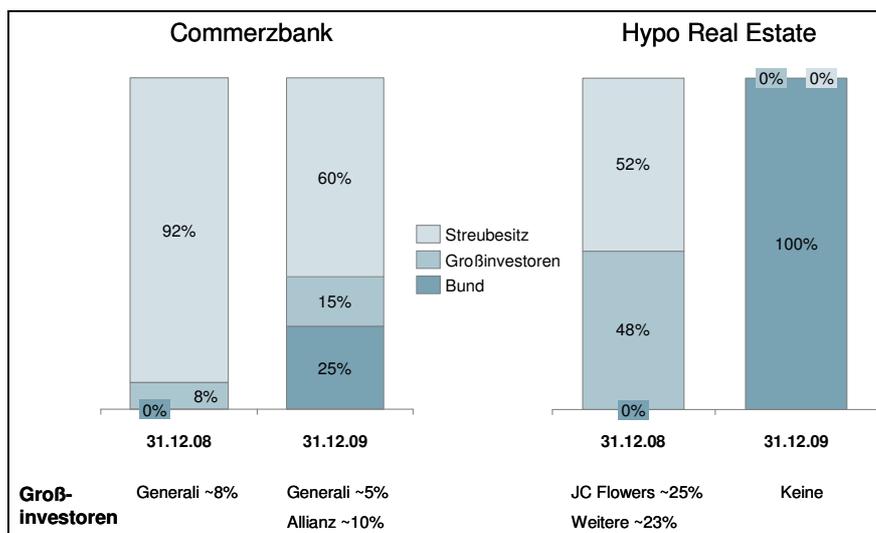
Der erzielbare Preis entspricht beim Verkauf über ein öffentliches Angebot dem Emissionspreis der Aktie. Dieser Preis hängt natürlich auch von der allgemeinen Marktsituation ab. Aufgrund des zeitlichen Vorlaufs beinhaltet dieses Verfahren eine erhebliche Unsicherheit hinsichtlich des erzielbaren Erlöses. Bei einer bereits bestehenden Börsennotierung ist diese Unsicherheit deutlich niedriger. Dies gilt jedenfalls für den Fall, dass eine fortlaufende und marktschonende Veräußerung der Anteile erfolgt. Hierzu wäre der SoFFin im Übrigen auch verpflichtet, weil nach §3 der Finanzmarkstabilisierungsfonds-Verordnung die „Wiederveräußerung von erworbenen Anteilen, stillen Beteiligungen und anderen Rechten [...] marktschonend erfolgen soll“. Bei einer Privatplatzierung ist die Unsicherheit hinsichtlich des erzielbaren Erlöses insoweit geringer, als es hier zu direkten Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer kommt. Diese erfolgen im Regelfall vor dem Hintergrund einer bereits im Vorfeld

durchgeführten Unternehmensbewertung. Letztlich gibt es aber auch bei diesem Verfahren das Risiko, dass der Verkäufer seine Bewertungsziele nicht am Markt durchsetzen kann.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Sowohl beim Verkauf der Anteile über die Börse als auch bei der außerbörslichen Veräußerung an Minderheitsaktionäre wird auf die aktive Steuerung der zukünftigen Aktionärsbasis größtenteils verzichtet. Damit bleibt die industriepolitische Neutralität gewahrt, da alle kaufwilligen Investoren die zum Verkauf stehenden Anteile weitgehend diskriminierungsfrei erwerben können. Ob damit wieder eine Aktionärsstruktur erreicht wird, wie sie vor den staatlichen Rettungsmaßnahmen bestand (siehe Abbildung 7), ist natürlich fragwürdig. Aber darauf käme es in diesem Zusammenhang auch gar nicht an.

Abbildung 7: Aktionärsstruktur der Commerzbank und der Hypo Real Estate vor und nach den staatlichen Rettungsmaßnahmen



Für die Landesbanken gilt insofern eine Sondersituation, als zumindest ein Verkauf über ein öffentliches Angebot, also ein Börsengang, komplizierte rechtliche Vorbereitungen voraussetzen würde. Hierzu gehört auch eine Anpassung der länderspezifischen Sparkassengesetze. Zudem müssten erhebliche politische Hürden überwunden werden. In der Vergangenheit hat sich jedenfalls gezeigt, dass verschiedene Vorstöße zur Privatisierung von Sparkassen oder Landesbanken an politischen Widerständen gescheitert sind.

Möglicherweise sind diese Widerstände aber durch die Finanzmarktkrise gesunken, weil diese erst die enormen Haftungsrisiken für die öffentlichen Haushalte, die sich aus diesen privatwirtschaftlichen Aktivitäten ergeben, offenbart hat.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

4.3.2 Anteilsverkauf an Mehrheitsinvestoren

Beim Anteilsverkauf an Mehrheitsinvestoren werden die Anteile in einem Paket, welches in der Regel mehr als 50% des Grundkapitals umfasst, in einer außerbörslichen Transaktion an einen strategischen Investor oder einen Finanzinvestor (z.B. Private-Equity-Gesellschaften) veräußert.⁸² Die Erwerber haben dabei das Ziel, maßgeblichen Einfluss auf das Unternehmen und seine Geschäftsausrichtung auszuüben.⁸³ Während Finanzinvestoren ihre Kaufentscheidung primär auf Basis von reinen finanzwirtschaftlichen Überlegungen treffen, verfolgen strategische Investoren neben dem übergeordneten Ziel der Gewinnmaximierung auch geschäftspolitische Ziele, wie etwa die Erhöhung von Marktanteilen, die Realisierung von Synergien oder den Zugriff auf Know-how oder Produkte.⁸⁴

Die Ermittlung des Verkaufspreises erfolgt im Rahmen individueller Verhandlungen, die aber durchaus auch den Charakter von Auktionen haben können. Da die Mehrheitsinvestoren aufgrund ihres substantiellen Stimmrechtsbesitzes wesentlichen Einfluss auf die zukünftige Strategie und Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens nehmen können, sind sie häufig bereit eine Kontrollprämie (Paketzuschlag) zu bezahlen. Die Kontrollprämie ergibt sich aus dem prozentualen Aufschlag des Kaufpreises gegenüber dem Börsenwert. In

⁸² Als Käufer können auch mehrere oder Konsortien von Investoren auftreten.

⁸³ Ein maßgeblicher Einfluss ist in der Praxis häufig auch schon beim Erreichen einer Sperrminorität (25% des Grundkapitals) zu unterstellen. Daher werden diese Fälle gemeinsam mit dem Verkauf an Mehrheitsinvestoren abgehandelt, da die Transaktionscharakteristika hinsichtlich Umsetzungszeit, erzielbarer Preis und industriepolitischer Einfluss sich von echten Mehrheitsbeteiligungen nicht wesentlich unterscheiden.

⁸⁴ Vgl. Achleitner (2002).

einer umfangreichen empirischen Studie kommen beispielsweise Andrade et al. (2001) zu dem Schluss, dass diese im Median bei 35% liegt.⁸⁵

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Tatsächlich haben die Erfahrungen der letzten Jahre in Deutschland gezeigt, dass bei einigen größeren Transaktionen der Verkauf an einen Mehrheitsinvestor und/oder Finanzinvestor dem Börsengang vorgezogen wurde. Hierzu sei auf den weiter unten noch genauer beschriebenen Verkauf der LBB an einen strategischen Investor verwiesen. Auch im Falle der IKB wurde der Verkauf an einen Finanzinvestor der Platzierung der Aktien an der Börse vorgezogen. Auch der Fall der IKB, der weiter unten genauer beschrieben wird, ist ein Beispiel dafür, dass die Bundesregierung die schnelle Reprivatisierung durch den Verkauf an einen Finanzinvestor dem langwierigeren Weg über eine Sanierung der Bank und späteren Verkauf an der Börse vorgezogen hat.

Für einen Verkauf an einen Mehrheitsinvestor ist ab Initiierung des Verkaufsprozesses bis zum Abschluss von einem typischen Zeitrahmen von 3-6 Monaten auszugehen. Starke Unsicherheiten bezüglich der wesentlichen wertbestimmenden Faktoren können den Verkaufsprozess aber erheblich verlängern. Auch die Identifikation eines geeigneten Investors kann durchaus mehr Zeit in Anspruch nehmen.

Die Option des Verkaufs an einen Mehrheitsinvestor steht gleichermaßen für die privaten wie auch die öffentlichen Banken zur Verfügung. Dabei ist aber zu beachten, dass bei einem Verkauf einer öffentlichen Bank an private Investoren das bisher starre Drei-Säulensystem der deutschen Bankenlandschaft aufgebrochen werden würde. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit, insbesondere bei dem Verkauf der LBB, haben gezeigt, dass es erhebliche politische Widerstände gegen ein Aufbrechen dieses Drei-Säulensystems gibt. Zur Veranschaulichung dieser Widerstände wird im Folgenden der Fall der LBB näher geschildert.

⁸⁵ Die dort ermittelte Prämie von durchschnittlich 35% bezieht sich auf den Zeitraum 1990-1998. Für den gesamten Zeitraum der Untersuchung 1973-1998 ermitteln die Autoren eine mediane Prämie von 38%. Die Ergebnisse basieren auf einer Analyse von über 4.000 Transaktionen US-amerikanischer Unternehmen.

Case Study: Verkauf der Landesbank Berlin Holding (LBB) an den Deutschen Sparkassen- und Giroverband (DSGV)

Die ehemalige Bankgesellschaft Berlin entstand 1994 nach einem Zusammenschluss der Berliner Bank, der Berlin-Hannoverschen Hypothekenbank und der Landesbank Berlin (Berliner Sparkasse). Aufgrund von Verlusten im Immobiliengeschäft geriet die Bankgesellschaft in eine existenzbedrohende Schieflage und konnte nur durch ein drastisches Sanierungsprogramm und eine Kapitalerhöhung gerettet werden. Die Kapitalerhöhung wurde fast vollständig vom Land Berlin gezeichnet, wodurch sich der Landesanteil auf 81% erhöhte.⁸⁶ Aufgrund von EU-Auflagen musste das Land Berlin seinen Anteil an der Bankgesellschaft bis spätestens 2007 diskriminierungsfrei veräußern, d.h. ein möglicher Erwerber sollte nur nach wirtschaftlichen Kriterien ausgewählt werden.

Im Februar 2007 startete der Verkaufsprozess mit 19 Interessenten, wobei parallel die Möglichkeit einer Börsenplatzierung verfolgt wurde. Unter den potenziellen Bietern waren sowohl Landesbanken (u.a. LBBW, BayernLB, HSH Nordbank), private Banken (u.a. Commerzbank, Dresdner Bank), der Deutsche Sparkassen- und Giroverband (DSGV) als auch Finanzinvestoren.⁸⁷ Das Interesse der ausländischen Banken (u.a. GE Capital, Banco Santander) war relativ gering. Der Verkauf wurde von Branchenvertretern als wegweisend hinsichtlich der zukünftigen Aufstellung des deutschen Finanzsektors angesehen, da das starre Drei-Säulensystem aus Sparkassen, Kreditgenossenschaften und Privatbanken durchlässiger hätte werden können. Die privaten Banken erhofften sich den lange ersehnten Einstieg in den staatlichen Bankensektor und damit eine Konsolidierung des deutschen Bankenmarktes, ähnlich wie dies in Italien oder Frankreich bereits erfolgte. Für die Sparkassen stand die flächendeckende Vertretung der deutschen Sparkassen auf dem Spiel. Auch die Tatsache, dass ein

⁸⁶ Vgl. n-tv (2010).

⁸⁷ Vgl. Wirtschaftswoche (2007).

privater Investor unter ihrem Namen Geschäfte machen könnte – nach den Vorgaben der EU-Kommission hätte auch ein privater Erwerber den Namen „Berliner Sparkasse“ nutzen dürfen – sorgte für starke Aufmerksamkeit. Zudem hätte der Verkauf des ersten öffentlichen Instituts an einen privaten Investor auch einen Dominoeffekt von weiteren Sparkassen-Privatisierungen zur Folge haben können, insbesondere da sich viele Kommunen zunehmenden Haushaltszwängen ausgesetzt sahen.

Nach einem 5 Monate andauernden Bieterkampf übernahm schließlich am 15. Juni 2007 der DSGV den 81-prozentigen Anteil des Landes Berlin für über 5 Mrd. Euro.⁸⁸ Der DSGV konnte sich in der letzten Bieterrunde gegen die LBBW und die Commerzbank aufgrund des höheren Gebotes durchsetzen.⁸⁹ Jedoch kam es zu einer informellen Beschwerde des privaten Bankenverbandes bei der EU, da illegale Absprachen zwischen dem DSGV und der LBBW vermutet wurden. Die LBBW hatte ihr eigenes Gebot in der letzten Runde deutlich reduziert und hatte damit dem DSGV den Vortritt gelassen.⁹⁰ Der erzielte Preis wurde als relativ hoch beurteilt, was unter anderem auf die intensive Konkurrenzsituation zwischen privaten und öffentlichen Banken zurückzuführen war.⁹¹

Case Study: Verkauf der Deutschen Industriebank (IKB) an Lone Star

Ein Beispiel für einen kürzlich erfolgten Verkauf einer Bank aus staatlichem

⁸⁸ Kaufpreis von 4,62 Mrd. Euro und Ablöse einer stillen Einlage in Höhe von 723 Mio. Euro; vgl. Berliner Rathaus (2010).

⁸⁹ Vgl. SpiegelOnline (2007a).

⁹⁰ Vgl. SpiegelOnline (2007b).

⁹¹ Vgl. Süddeutsche Zeitung (2007).

Besitz an einen Finanzinvestor ist der Verkauf der IKB an Lone Star.

Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) war schon vor Ausbruch der Finanzmarktkrise langjähriger Anteilseigner an der IKB⁹². Im Jahr 2007 musste die IKB durch Bereitstellung von Liquiditätshilfen, die aufgrund von Abwertungen bei strukturierten Wertpapieren nötig geworden waren, durch die KfW und die Bankenverbände gestützt werden. Aufgrund der andauernden Probleme bei der IKB leitete die KfW am 10. Oktober 2007 eine Überprüfung der strategischen Optionen für ihre IKB-Beteiligung ein.⁹³ Am 18. Januar 2008 wurde der Verkaufsprozess offiziell initiiert.⁹⁴ Der damalige Anteil von 37,8% erhöhte sich während des Verkaufsprozesses durch Umwandlung einer Wandelanleihe sowie der Zeichnung einer Kapitalerhöhung auf 90,8%.⁹⁵ Am 29. Oktober 2008 wurde dann der Verkauf der IKB an Lone Star bzw. dessen Fonds LSF6 Europe Financial Holdings L.P. rechtsgültig abgeschlossen.⁹⁶ Aufgrund der fortschreitenden Finanzmarktkrise und der zwischenzeitlich durchgeführten Kapitalmaßnahmen dauerte der Exit daher mit 9 Monaten ab Start des Verkaufsprozesses bzw. 12 Monaten ab Beginn der erstmaligen Prüfung der Verkaufsoption im Vergleich zu anderen Transaktionen an Mehrheitsinvestoren relativ lange.

Der Verkaufspreis lag mit knapp über 100 Mio. Euro weit unter dem von der KfW zunächst erwarteten Erlös in Höhe von 800 Mio. Euro.⁹⁷ Eine Erklärung für den relativ niedrigen Kaufpreis ist neben der Risikoprämie für die Unsicherheiten hinsichtlich der weiteren Marktentwicklung und den Risiken in

⁹² Der Einstieg erfolgte 1985 mit zunächst einem Anteil von 1%, der im Jahre 2001 durch die Übernahme der Anteilspakete von Allianz und Münchner Rück auf 33,2% aufgestockt wurde.

⁹³ Vgl. KfW (2007).

⁹⁴ Vgl. KfW (2008a).

⁹⁵ Die staatlichen Hilfsmaßnahmen, die die IKB seit Beginn der Krise im Juli 2007 erhalten hat, wurden nur unter Auflagen genehmigt. Die Auflagen beinhalteten eine deutliche Reduktion der Geschäftsaktivitäten und die Aufgabe des Geschäftsfeldes Immobilienfinanzierung sowie die Schließung von einigen ausländischen Standorten. Die Bilanzsumme soll bis September 2011 auf 33,5 Mrd. Euro (von 47,7 Mrd. Euro per 30. Juni 2008 bzw. 63,5 Mrd. Euro per 31. März 2007, vor Beginn der IKB-Krise) reduziert werden. Vgl. IKB (2008).

⁹⁶ Vgl. KfW (2008c).

⁹⁷ Vgl. Süddeutsche Zeitung (2008a).

der IKB-Bilanz auch die geringe Anzahl an Bietern. So verblieben nur Lone Star und der Finanzinvestor RHJ in der letzten Bieterrunde, nach dem die schwedische Finanzgruppe SEB vor der letzten Runde ausstieg. In einer ruhigeren Marktsituation wäre das Interesse strategischer Investoren vermutlich stärker ausgefallen und hätte damit auch eine positive Wirkung auf den erzielbaren Preis gehabt. Dieses Beispiel bestätigt einmal mehr, dass in volatilen Märkten und bei restrukturierungsbedürftigen Unternehmen Finanzinvestoren oftmals die einzigen Investoren sind, die das Risiko solcher Übernahmen bereit sind einzugehen.

Die bilanziellen Gesamtbelastungen aus der IKB-Krise für die KfW zum 31. Dezember 2007 beliefen sich auf 7,2 Mrd. Euro.⁹⁸ Des Weiteren entstanden im Jahr 2008 „im Zusammenhang mit der Risikoabschirmung und dem Verkauf der IKB [...] Belastungen von insgesamt 1,2 Mrd. Euro.“⁹⁹ Die Gesamtkosten der Rettung der IKB summierten sich damit alleine auf Seiten der KfW auf 8,4 Mrd. Euro, wobei auch nach dem Verkauf noch „begrenzte“ Risiken aus dem IKB Portfolio bei der KfW verbleiben.¹⁰⁰ Zudem hatte der Bund im Rahmen der Stützungsaktionen für die IKB direkt rund 1,2 Mrd. Euro übernommen.¹⁰¹ Die Gesamtkosten für den Steuerzahler belaufen sich damit auf mindestens 9,6 Mrd. Euro. Außerdem entstanden den Bankenverbänden Kosten in Höhe von 1,5 Mrd. Euro.¹⁰² Dagegen fällt der Veräußerungserlös von 100 Mio. Euro kaum noch ins Gewicht. Dieser beinahe Totalverlust kommt auch in der Entwicklung der IKB-Aktie zum Ausdruck (vgl. Abbildung 8).

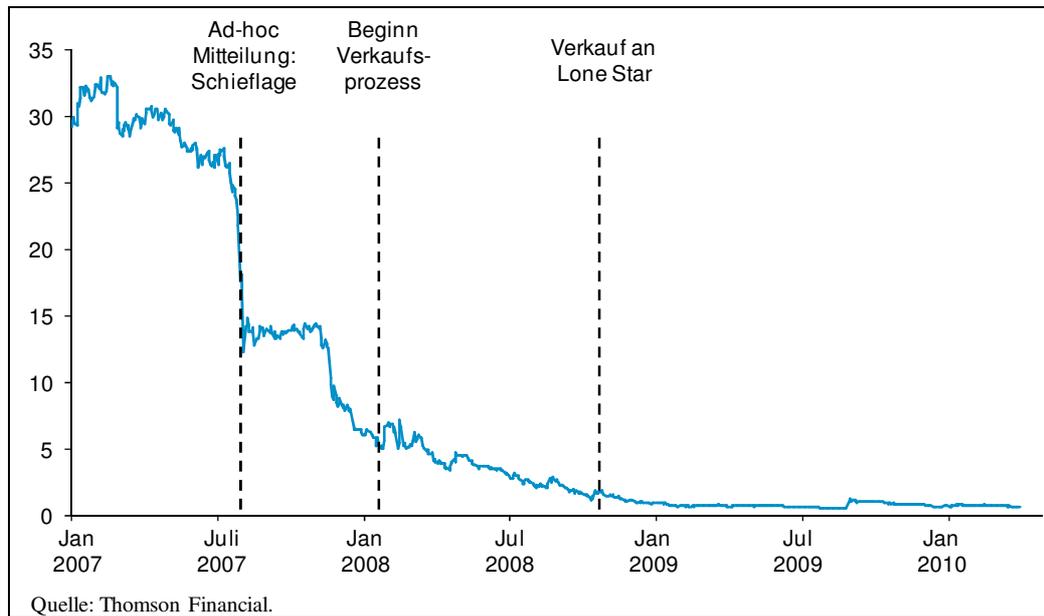
⁹⁸ Vgl. KfW (2008b).

⁹⁹ Vgl. KfW (2009).

¹⁰⁰ Vgl. KfW (2009).

¹⁰¹ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2010a). Im Rahmen des Verkaufsprozesses wurde vom Bund zudem eine Garantie von bis zu 600 Mio. Euro zugesagt.

¹⁰² Vgl. Süddeutsche Zeitung (2008b).

Abbildung 8: Aktienkursentwicklung der IKBOrdinarius an der
Technischen Universität München

4.3.3 Fusion und Kapitalerhöhungen

Als weitere Exitwege für die Beteiligungen des Staates an Banken kämen Fusionen und Kapitalerhöhungen in Frage. In beiden Fällen würde sich der Staatseinfluss zwar reduzieren, jedoch keineswegs eliminieren. Unter dem Gesichtspunkt der eingangs besprochenen Zielsetzung des Rückzugs des Staates aus dem Bankenwesen sollen diese Optionen daher nicht weiter verfolgt werden. Allenfalls kämen sie als Zwischenschritt hin zu einer vollständigen Veräußerung der Staatsbeteiligung in Frage.

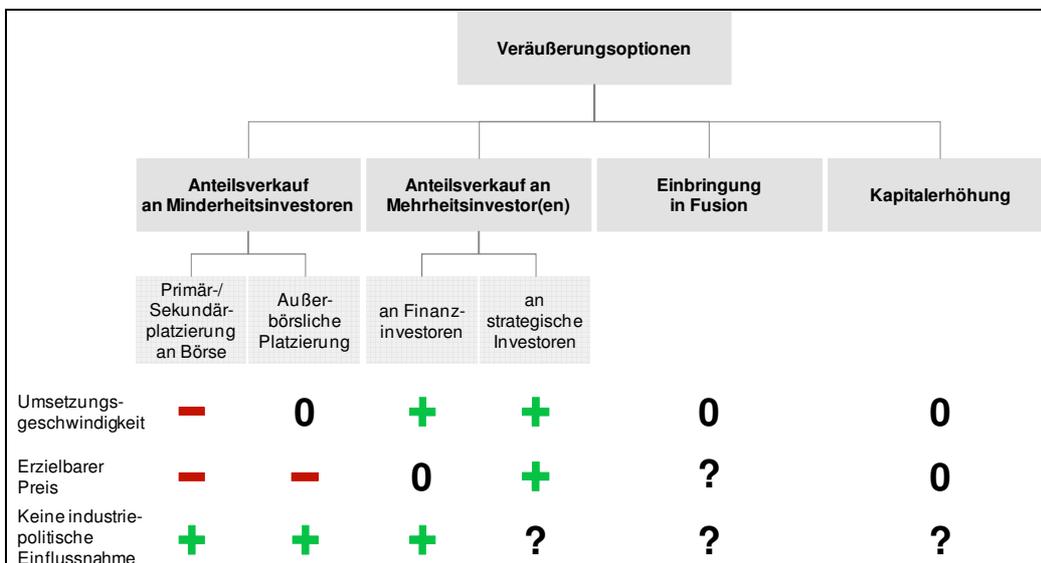
Zudem wäre eine Fusion mit einer anderen Bank auch unter dem Gesichtspunkt ein raschen Veräußerung der Staatsbeteiligung nicht zielführend, weil diese im Regelfall mehr Zeit in Anspruch nehmen als der Verkauf der Anteile an einen strategischen Investor oder Finanzinvestor. Außerdem ist fragwürdig, wie eine Fusion diskriminierungsfrei und ohne industriepolitische Einflussnahme durchgeführt werden soll.

4.3.4 Zusammenfassende Würdigung der Exitstrategien

Die nachfolgende Abbildung 9 gibt eine zusammenfassende Darstellung der diskutierten Veräußerungsoptionen und eine Beurteilung, inwiefern sich die verschiedenen Ansätze für einen Exit aus den staatlichen Bankbeteiligungen eignen. Als Kriterien wurden dabei die Umsetzungsgeschwindigkeit, der voraussichtlich erzielbare Preis und die industriepolitische Einflussnahme definiert. Natürlich handelt es sich hierbei lediglich um qualitative Abschätzungen, wenngleich sie durchaus geeignet sind, ein konsistentes Gesamtbild zu liefern.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Abbildung 9: Vor- und Nachteile der unterschiedlichen Exit-Optionen



Insbesondere das Kriterium der industriepolitischen Einflussnahme sollte hier noch etwas erläutert werden. Es wurde in Kapitel 2 ja bereits darauf hingewiesen, dass durch die staatliche Einflussnahme eine nicht unerhebliche Wettbewerbsverzerrung entsteht. Die Gefahr einer solchen Wettbewerbsverzerrung würde auch nach einem Exit des Staates aus seinen Bankbeteiligungen zumindest vorübergehend weiter bestehen, wenn der Verkaufsprozess so gestaltet würde, dass es zu einer gezielten Beeinflussung der Struktur des hiesigen Bankensektors käme. So ist etwa über die Vor- und Nachteile des Drei-Säulen-Systems in Deutschland viel geschrieben worden. Eine abschließende Beurteilung, ob das Drei-Säulen-System auch das Ergebnis

eines wettbewerblichen Strukturprozesses hätte sein können, kann niemand geben. Insoweit ist es gerade die Chance des jetzt bevor stehenden Ausstiegs des Staates aus seinen Bankbeteiligungen, dass die Strukturen des Bankensystems im Rahmen eines wettbewerblichen Verfahrens neu austariert werden können. Daher sollte der Staat unbedingt darauf achten, dass er diesen Exitprozess diskriminierungsfrei und ergebnisoffen gestaltet. Man wird dann sehen, ob dies zur Folge hat, dass bestimmte Organisationsformen dauerhaft verschwinden. Ebenso wird sich zeigen, wie das zukünftige Mit- und Nebeneinander von Sparkassen, Volks- und Raiffeisenbanken und privaten Geschäftsbanken aussieht. Es ist aber nicht die Aufgabe der Regierung, diese Ergebnisse durch eine gezielte Ausgestaltung des Exitverfahrens zu präjudizieren.

Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung der sonstigen Kriterien sollten sich die Exitwege auf den Verkauf an Minderheits- oder Finanzinvestoren konzentrieren. Die a-priori Festlegung auf einen Verkauf an einen strategischen Investor würde zumindest die Gefahr einer solchen Präjudizierung mit sich bringen. Hingegen wäre bei einem solchen diskriminierungsfreien und ergebnisoffenen Verfahren natürlich in Kauf zu nehmen, dass am Ende der Zuschlag auch an einen strategischen Investor gehen könnte. Fusionen oder Kapitalerhöhungen sollten als Alternativen überhaupt ausscheiden, weil sie nicht zu einem zeitnahen Ausstieg des Staates aus seinen Beteiligungen führen.

4.4 Bewertungsszenarien bei Privatisierungen

Im Folgenden sollen die potenziellen Erlöse einer Veräußerung der staatlichen Beteiligungen an den Banken grob abgeschätzt werden. Dabei werden stille Einlagen nicht in die Analyse mit einbezogen, da diese im Regelfall zu Nennwerten zurückgezahlt werden. Aufbauend auf den Ergebnissen dieser Eigenkapitalbewertung werden im darauf folgenden Kapitel unter Einbeziehung der Erwerbspreise die Gesamtkosten der Interventionsmaßnahmen zur Stabilisierung des deutschen Bankensystems abgeschätzt.

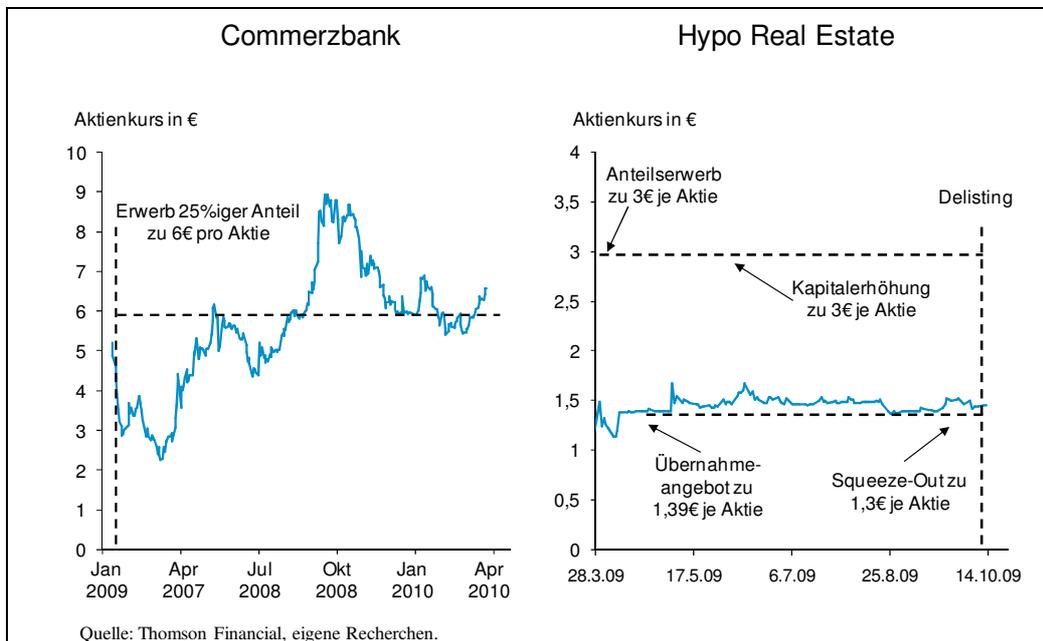
Es sei vorausgeschickt, dass diese Betrachtung natürlich nur auf der Grundlage heute öffentlich verfügbarer Informationen erfolgen kann. Eine Bewertung der

Bankbeteiligungen nach einem DCF-Verfahren ist daher naturgemäß nicht möglich. Ebenso mussten eine Reihe von pauschalen Annahmen hinsichtlich verschiedener bewertungsrelevanter Größen getroffen werden. Und schließlich sei auch erwähnt, dass sämtliche Betrachtungen auf heutigen oder historischen Bewertungsrelationen beruhen. Wie sich die Märkte in den nächsten Jahren tatsächlich entwickeln werden, kann heute noch niemand vorhersagen. Insoweit sind die getroffenen Abschätzungen als vorsichtige ermittelte Erwartungen auf der Grundlage des heutigen Informationsstandes zu bewerten.

Um eine erste Indikation über den bisherigen Wertverlauf der staatlichen Bankenanteile zu geben, soll zunächst die Kursentwicklung der börsennotierten Banken seit dem Beginn der staatlichen Beteiligung untersucht werden. Wie Abbildung 10 zeigt, wurden zum Beispiel die Beteiligungen an der Hypo Real Estate zu einem im Durchschnitt höheren Preis erworben als der zuletzt festgestellte Börsenpreis vor dem Delisting. Dagegen zeigt das Beispiel der Commerzbank-Beteiligung, dass eine positive Wertentwicklung realisiert werden kann, da die meisten Beteiligungen im Laufe des Jahres 2009 bei historisch niedrigen Bewertungen erworben wurden. Im Falle einer erfolgreichen Restrukturierung und einer weiterhin positiven Marktentwicklung sind somit durchaus Gewinne aus den staatlichen Bankenbeteiligungen möglich. Ob dies realistisch erscheint oder im welchen Maße Verluste zu erwarten sind, wird im Folgenden anhand von drei Bewertungsmodelle untersucht.

Abbildung 10: Aktienkursentwicklung der Commerzbank und der Hypo Real Estate seit dem staatlichen Anteilserwerb

Ordinarius an der
Technischen Universität München



Zunächst wird in einem ersten Schritt für alle Beteiligungen eine Bewertung zu aktuellen Marktpreisen vorgenommen und somit der Erlös bei einem sofortigen Verkauf simuliert. Dabei wird für die Commerzbank der aktuelle Börsenkurs, für die Hypo Real Estate der letzte Börsenkurs vor dem Delisting, für die BayernLB das von Ernst & Young erstellte Gutachten und für die HSH Nordbank ein aus dem BayernLB-Gutachten abgeleiteter Wert zu Grunde gelegt. Zu beachten ist, dass das Bewertungsgutachten von Ernst & Young nicht öffentlich zugänglich ist, sondern dessen Ergebnisse lediglich aus Pressezitaten abgeleitet werden können. Danach wurde der Wert der BayernLB von Ernst & Young auf 8 Mrd. Euro taxiert.¹⁰³ Unter der Annahme einer vergleichbaren Werthaltigkeit der beiden Banken wird dieser Wert anhand des implizierten Preis-Buch-Multiplikators der BayernLB auch auf die HSH Nordbank projiziert. Zu vergleichen ist der so ermittelte Wert mit der Gesamtinvestition von 18,2 Mrd.

¹⁰³ Vgl. Handelsblatt (2010).

Euro für die staatlichen Beteiligungen an der Commerzbank, der HRE, der BayernLB sowie der HSH Nordbank.¹⁰⁴

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Im zweiten Schritt werden zwei einfache, in der Praxis übliche Bankbewertungsverfahren eingesetzt: das Preis-Buchwert-Multiplikatormodell sowie das Preis-Gewinn-Multiplikatormodell. Bei beiden Verfahren wird der Marktwert des Eigenkapitals über Multiplikatoren, die mit einer Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens (hier der bilanzielle Buchwert des Eigenkapitals bzw. der Gewinn) multipliziert werden, errechnet. Die Multiplikatoren selbst werden anhand der Börsenbewertungen und Bezugsgrößen von vergleichbaren Unternehmen ermittelt. Besondere Bedeutung kommt bei diesen Verfahren der Festlegung der Vergleichsunternehmen zu. Als Vergleichsunternehmen kommen hier nur börsennotierte Banken in Frage, die schwerpunktmäßig im deutschen Markt tätig sind, über eine ähnliche Größe verfügen und ein ähnliches Entwicklungspotenzial aufweisen. Vor diesem Hintergrund wurde festgelegt, dass die Vergleichsgruppe aus der Deutschen Bank, der Postbank und der Berliner Landesbank besteht. Abbildung 11 gibt einen Überblick über die aktuellen Multiplikatoren der Vergleichsbanken zum 1.3.2010. Für die Bewertung nach aktuellen Multiplikatoren werden die Mediane der jeweiligen Multiplikatoren, also 0,9 für den Preis-Buchwert Multiplikator und 13,2 für den Preis-Gewinn Multiplikator, verwendet. Zum Vergleich sind auch die durchschnittlichen Multiplikatoren der im Datastream German Banks Index enthaltenen Banken dargestellt.

¹⁰⁴ Bei der Bewertung der Anteile nach aktuellen Preisen wie auch anhand der Multiplikatorverfahren werden eventuell erzielbare Kontrollprämien für die Veräußerung von Mehrheitsbeteiligungen nicht berücksichtigt. Darüber hinaus ist zu beachten, dass hier nur Beteiligungen am Grundkapital der jeweiligen Bank berücksichtigt werden. Stille Beteiligungen werden hingegen noch gesondert betrachtet.

Abbildung 11: Aktuelle Multiplikatoren der VergleichsgruppeOrdinarius an der
Technischen Universität München

	Preis-Buchwert Multiplikator	Preis-Gewinn Multiplikator
Deutsche Bank	0,8	6,3
Postbank	0,9	13,7
Landesbank Berlin	1,5	13,2
Median	0,9	13,2
<i>Datastream Index dt. Banken</i>	0,6	8,5
Alle Daten zum 1.3.2010		
Quelle: Thomson Financial.		

Der Preis-Buchwert-Multiplikator wird auf das derzeitige bilanzielle Eigenkapital (bereinigt um die stillen Einlagen) angewendet und gibt damit eine alternative Wertindikation zur Bewertung nach aktuellen Marktpreisen – nur mit dem Unterschied, dass nicht der aktuelle Multiplikator des jeweiligen Unternehmens, sondern der durchschnittliche Marktmultiplikator verwendet wurde.¹⁰⁵ Während der Preis-Buchwert-Multiplikator immer anwendbar ist, da der Nenner stets positive Werte annimmt, ist der Preis-Gewinn-Multiplikator bei Verlusten nicht anwendbar. Aufgrund der derzeitigen negativen bzw. geringen Profitabilität der zu bewertenden Banken wird deshalb für den Preis-Gewinn-

¹⁰⁵ Ob durchschnittliche Multiplikatoren aus der Vergangenheit auf die Zeit nach der Finanzmarktkrise fortgeschrieben werden können, ist natürlich eine durchaus zu hinterfragende Annahme. Zum einen darf man nicht vergessen, dass ausgelöst durch die Finanzmarktkrise die Reklassifizierungsregeln für Wertpapierportfolios – und damit deren Abschreibungspotential – durch das IASB verändert wurden. Bemerkenswerterweise kommen wir unter Verwendung des aktuellen Preis-Buchwert-Multiplikators zu einem Wert von 300 Mio. Euro für die HRE, was gemessen am Einstandspreis von 6,3 Mrd. Euro für den Bund einem Verlust von 4,2 Mrd. Euro entspricht. Dies deckt sich mit der jüngst vom SoFFin veröffentlichten Zahl, wonach die Beteiligung an der HRE (ohne stille Einlage) um 4,1 Mrd. Euro abgeschrieben wurde. Zum anderen könnte das bilanzielle Eigenkapital der hier betrachteten Banken auch durch Garantien für Verluste aus bestimmten Wertpapierportfolios überhöht sein. Dieser Effekt würde z.B. bei der BayernLB ins Gewicht fallen. Allerdings wird bei der Gesamtbetrachtung der für die öffentliche Hand möglicherweise anfallenden Verluste dieser Effekt berücksichtigt, so dass insoweit kein systematischer Fehler vorliegt.

Multiplikator ein zukünftiger Zielgewinn zu Grunde gelegt wird. Dabei wird für die Commerzbank die Analysten-Konsensschätzungen für den ROE im Jahr 2012 eingesetzt. Die Konsensschätzung entspricht mit 11,7% fast der selbst gesetzten Zieleigenkapitalrendite von 12,0%. Für die anderen Banken, für die keine Analystenschätzungen vorliegen, wird vereinfachend die von den Analysten geschätzte Eigenkapitalrendite der Vergleichsgruppe für 2012 herangezogen und mit dem Eigenkapital der jeweiligen Bank multipliziert, um den Zielgewinn zu erhalten. Im Vergleich zur Preis-Buchwert-Methode wird hierbei zukunftsorientiert mit optimistischen Annahmen – nämlich einer erfolgreichen Restrukturierung und starken Verbesserung der Profitabilität – gerechnet, was auch entsprechend höhere Bewertungen zur Folge hat. Es ergibt sich ein Portfoliogesamtwert von 12,1 Mrd. nach dem Preis-Buchwert-Multiplikator bzw. 19,7 Mrd. Euro nach dem Preis-Gewinn-Multiplikator.

Schließlich ist zu beachten, dass der Bund den Ausstieg aus seinen Beteiligungen nicht kurzfristig realisieren wird. Vielmehr wird dieser erst zu einem Zeitpunkt erfolgen, in welchem sich das Marktumfeld deutlich verbessert hat. Natürlich ist vor diesem Hinterrund eine Schätzung der dann zu erzielenden Erlöse sehr schwierig. Allenfalls kann man für eine erste grobe Abschätzung unterstellen, dass der Ausstieg des Bundes zu einem Zeitpunkt erfolgen wird, in welchem sich die Bewertungsverhältnisse normalisiert haben werden. Somit müsste man anstelle von aktuellen Bewertungsmultiplikatoren zukünftige zu erwartende Multiplikatoren nehmen, welche sich bei einer Erholung des Marktes voraussichtlich wieder einstellen werden. Eine vorsichtige Schätzung dieser Multiplikatoren könnten ihre langfristigen historischen Durchschnittswerte darstellen.

Zu diesem Zweck betrachten wir den Zeitraum von 1995 bis heute, so dass wir auf eine Periode mit einem kompletten Konjunkturzyklus zurückgreifen können. Als Vergleichsunternehmen werden dabei alle Banken, die in dem Datastream German Banks Index enthalten sind, verwendet. Die Abbildung 12 zeigt, dass die historischen Mediane der Multiplikatoren höher liegen als der aktuelle Median in der Bankenvergleichsgruppe. So betrug der Median des Preis-Buchwert-

Multiplikators über die letzten 15 Jahre 1,2 und der Median des Preis-Gewinn-Multiplikators 13,4. Um der Bandbreite der möglichen Bewertungen Ausdruck zu verleihen, werden die Berechnung auch für das 1. und 3. Quartil des Preis-Buchwert-Multiplikators (1,1 bzw. 1,5) und des Preis-Gewinn-Multiplikators (9,5 bzw 17,1) durchgeführt.

Bei Verwendung dieser historischen Multiplikator-Werte ergeben sich die in Tabelle 7 dargestellten Werte. Stichtag für diese Berechnungen war der 1. März 2010. Zudem sind hier auch die zuvor diskutierten Bewertungsergebnisse zum Vergleich angegeben.

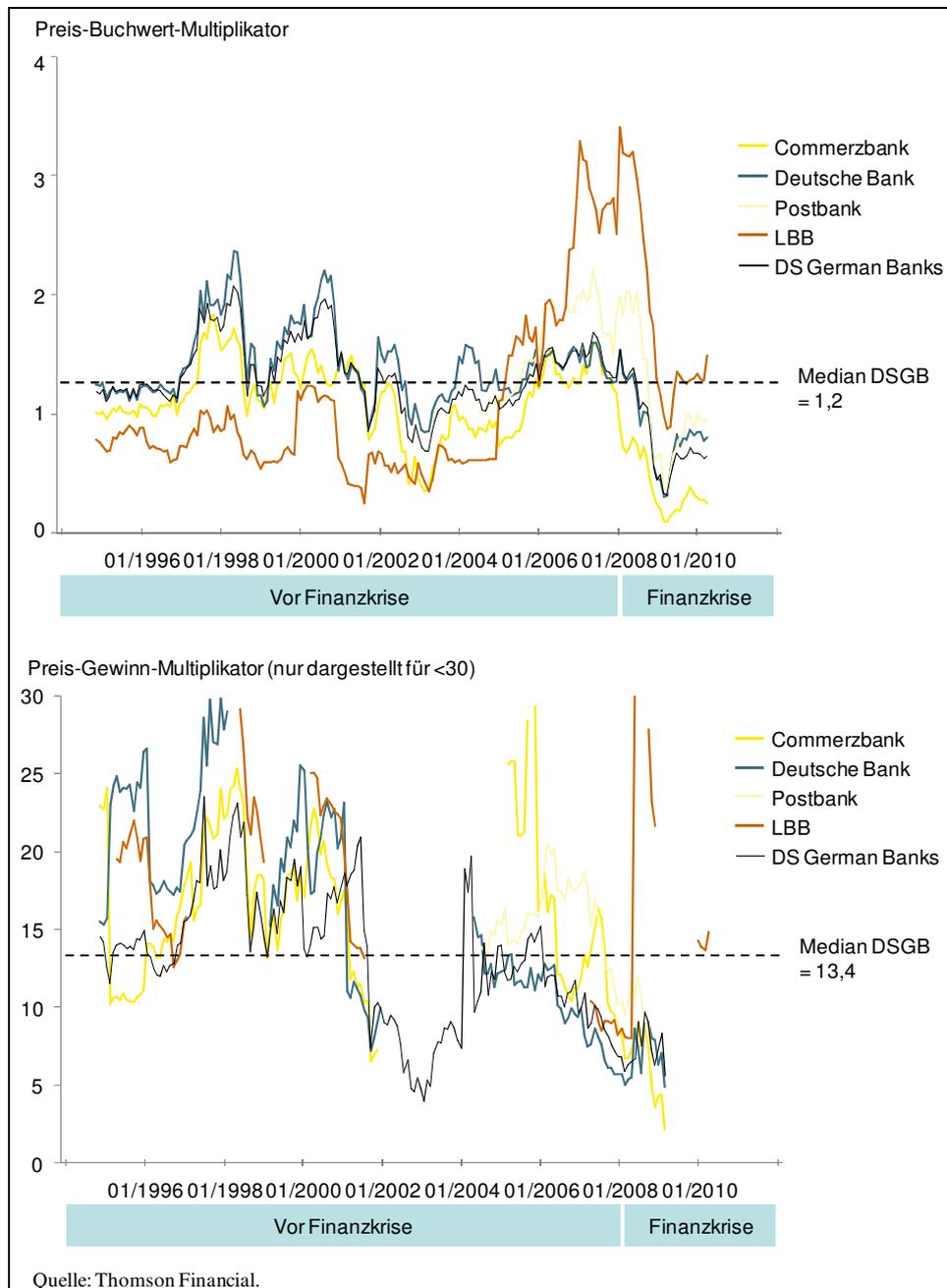
Tabelle 7: Ergebnisüberblick der verschiedenen Bewertungsverfahren zum Stichtag 1. März 2010

	Kumulierter Erwerbspreis	Aktueller Wert	Wert auf Basis eines...			
			aktuellen PB Multiplikators	historischen PB Multiplikators		
				1. Quartil	Median	3. Quartil
Alle Zahlen in Mrd. €						
Gesamtwert	18,2	6,4	12,1	13,9	15,8	18,8
Gewinn/Verlust		-11,7	-6,0	-4,2	-2,3	0,7

	Kumulierter Erwerbspreis	Aktueller Wert	Wert auf Basis eines...			
			aktuellen PG Multiplikators	historischen PG Multiplikators		
				1. Quartil	Median	3. Quartil
Alle Zahlen in Mrd. €						
Gesamtwert	18,2	6,4	19,7	14,1	20,0	25,6
Gewinn/Verlust		-11,7	1,7	-3,9	2,0	7,5

Abbildung 12: Historische Entwicklung des Preis-Buchwert- und des Preis-Gewinn Multiplikators der deutschen Banken

Ordinarius an der
Technischen Universität München



4.5 Schätzung der direkten Kosten der Finanzmarktkrise

Zur Gesamtschätzung der direkten Kosten der Finanzmarktkrise müssen zu den bereits realisierten Kosten aus der Rettung der IKB in Höhe von 9,6 Mrd.

Euro¹⁰⁶ die erwarteten Kosten aus den staatlichen Garantien und der Übernahme von Risikopositionen addiert werden. Dieser Betrag ist dann noch um die erwarteten Verluste (Gewinne) aus der Veräußerung bzw. Rückgabe der Eigenkapitalbeteiligungen zu erhöhen (reduzieren).

Dabei soll zur Vereinfachung eine rein kassenmäßige Betrachtung der staatlichen Belastungen über einen Horizont von etwa 3 Jahren, d.h. bis Ende 2012 vorgenommen werden. Kapitalkosten im Sinne von Opportunitätskosten der Kapitalbereitstellung werden damit nicht berücksichtigt. Dies wäre allein schon deswegen äußerst schwierig, weil sich derzeit keine zuverlässige Abschätzung darüber machen lässt, zu welchem Zeitpunkt bzw. in welchen zeitlichen Schritten der Bund oder auch die Länder aus ihren Beteiligungen aussteigen bzw. bei ihren Garantien in Anspruch genommen werden. Soweit es Garantien, Risikoübernahmen und stille Beteiligungen betrifft, ist der Fehler, der durch die Vernachlässigung der Kapitalkosten entsteht, insoweit begrenzt, als die Banken hierfür Zinsen und Provisionen zu bezahlen haben, die man in erster und grober Näherung sogar als marktüblich einstufen könnte.

Die staatlichen Garantien werden erst kostenwirksam, sobald Ausfälle bei den mit den Garantien hinterlegten Krediten oder Wertpapieren entstehen. Daher ist eine Abschätzung der erwarteten Ausfallquoten unabdingbar, um zu einer Bewertung der Garantiekosten zu gelangen. Eine eigene Abschätzung dieser Ausfallquoten ist mangels detaillierter Informationen zu den besicherten Kredit- und Wertpapierportfolios nicht möglich. Auch hier muss man sich insoweit auf öffentlich verfügbare Zahlen berufen. Bei der Ermittlung der im Bundeshaushalt getroffenen Einstellungen ist man von einer durchschnittlichen Ausfallsquote von 5% ausgegangen.¹⁰⁷ Übernimmt man diese Zahl, so entstehen bei dem derzeitigen maximal bewilligtem Garantievolumen von rund 148 Mrd. Euro¹⁰⁸ (im April 2010) Kosten in Höhe von rund 7,4 Mrd. Euro. Die Ausfallquote von

¹⁰⁶ Details zu den Kosten der IKB Rettung finden sich in der IKB Case Study.

¹⁰⁷ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2008).

¹⁰⁸ Dies beinhaltet sowohl die Garantien des SoFFin i.H.v. 144,4 Mrd. Euro wie auch eine Landesgarantie für die NordLB i.H.v. 3,5 Mrd. Euro, die einer SoFFin-Garantie ähnelt.

5% erscheint relativ konservativ, denn die HRE, die den größten Teil der Garantien in Anspruch genommen hat, wurde zuletzt durch S&P für langfristige Schuldtitel ohne staatliche Garantien mit BBB¹⁰⁹ geratet, was laut den von S&P veröffentlichten Zahlen bei einem fünfjährigen Horizont – was der maximalen Laufzeit der Garantien entspricht – eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 2,53% impliziert.¹¹⁰

Als Gegenleistung für die Garantien müssen die entsprechenden Banken eine „marktübliche Gebühr“ entrichten.¹¹¹ So muss eine zeitanteilig berechnete Bereitstellungsprovision in Höhe von 0,1% auf den nicht in Anspruch genommenen Teil des Garantierahmens und eine Provision in Höhe von 0,5% p.a. auf den in Anspruch genommenen Teil bezahlt werden.¹¹² Früher wurden unterschiedliche Provisionen für Garantien verlangt, welche sich im Falle der HRE auf bis zu 1,5% beliefen.¹¹³ Da die Zahlen über die verschiedenen Provisionssätze nicht öffentlich verfügbar sind, wurde aus Gründen einer möglichst konservativen Abschätzung ein Provisionssatz von 0,5% auf alle Garantien unterstellt.

Das zu Grunde gelegte Volumengerüst ist das bis zum 31. März 2010 insgesamt bewilligte Garantievolumen des SoFFin¹¹⁴, sowie einer angenommenen gleichmäßigen Abschmelzung des Garantievolumens vom heutigen Stand auf null bis zum 31.12.2012. Dabei wird vereinfachend angenommen, dass die bewilligten Garantien den genutzten Garantien entsprechen, da genaue Daten für bewilligte aber nicht genutzte Garantien nicht zur Verfügung stehen und im Regelfall ungenutzte Garantierahmen schnell wieder zurück gegeben wurden.¹¹⁵

¹⁰⁹ Vgl. HRE (2010c).

¹¹⁰ Vgl. Standard & Poor's (2010). Die Ratingagentur gibt als Standardabweichung dieser Schätzung 1,31% an. Dies bedeutet, dass in rund 98% der Fälle die Ausfallquote nicht über 5,15% liegt.

¹¹¹ Vgl. SoFFin (2010).

¹¹² Vgl. SoFFin (2009f).

¹¹³ Vgl. HRE (2008a). Vgl. hierzu auch Tabelle 3.

¹¹⁴ Pressemitteilungen des SoFFin vom 3. März 2009, 9. April 2009, 10. Juni 2009, 10. Juli 2009, 12. August 2009, 9. Oktober 2009, 9. Dezember 2009.

¹¹⁵ Zum Beispiel hatte die BayernLB zeitweise einen Garantierahmen von 15 Mrd. Euro, davon wurden jedoch nur 5 Mrd. Euro in Anspruch genommen und der Rest zurückgegeben. Vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 3.3.1.

Bei Verwendung dieser Annahmen ergeben sich nicht gedeckte Kosten in Höhe von 5,4 Mrd. Euro über den Betrachtungszeitraum. Wird die Ausfallwahrscheinlichkeit im Modell auf 3% reduziert – was gemäß der oben diskutierten historischen Ausfallwahrscheinlichkeiten durchaus realistisch sein kann – so würden sich bei sonst gleichen Annahmen Gesamtkosten in Höhe von 2,5 Mrd. Euro ergeben. Abbildung 13 gibt einen Überblick über die Annahmen und Berechnungsschritte, die zu diesen Ergebnissen führen.

Abbildung 13: Überblick über die Annahmen und Ergebnisse der Berechnung der Garantiekosten

	Annahmen	Ergebnisse
Volumen	<ul style="list-style-type: none"> • Bewilligtes Soffin-Garantie-volumen laut Veröffentlichungen (ab 27.10.2008 bis 31.03.2010) • NordLB Landesgarantie (3,5 Mrd. €) • Gleichmäßiger Abbau des derzeitigen genehmigten Garantievolumens bis 31.12.2012 	<ul style="list-style-type: none"> • Maximales bewilligtes Garantievolumen von 148 Mrd. € (31.03.2010)
Einnahmen	<ul style="list-style-type: none"> • Inanspruchnahme Provision: 0,5% p.a. • (Bereitstellungsprovision: 0,1% p.a.) 	<ul style="list-style-type: none"> • Einnahmen: 2,0 Mrd. € bis 31.12.2012
Kosten	<ul style="list-style-type: none"> • Ausfallquote des in Anspruch genommenen Garantievolumens über die Gesamtlaufzeit: 5% bezogen auf den Maximalwert (Alternativszenario: 3%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Kosten: 7,4 Mrd. € bis 31.12.2012 (Alternativszenario: 4,4 Mrd. €)

-5,4 bis -2,5 Mrd. €

Ebenso können sich Verluste oder Gewinne aus den Differenzen aus Einkaufs- und Verkaufspreisen der Eigenkapitalbeteiligungen ergeben. Je nach verwendetem Bewertungsmodell kommt man hier zu unterschiedlichen Ergebnissen.¹¹⁶ Bei Verwendung der Bewertung zu aktuellen Marktpreisen ergeben sich Verluste von 11,7 Mrd. Euro, bei Verwendung der Preis-Buchwert-

¹¹⁶ Vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 4.4.

Methode mit aktuellen bzw. historischen Multiplikatoren Verluste von 6,0 Mrd. Euro bzw. 2,3 Mrd. Euro und bei Verwendung der Preis-Gewinn-Methode mit aktuellen bzw. historischen Multiplikatoren ein Gewinn von 1,7 Mrd. Euro bzw. 2,0 Mrd. Euro.¹¹⁷

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Zusätzlich zu den Ergebnissen aus Eigenkapitalbewertungsdifferenzen müssen auch die Kosten bzw. Gewinne aus stillen Einlagen Berücksichtigung finden. Diese ergeben sich aus dem erwarteten Rückzahlungswert der stillen Einlagen und den von den Banken zu bezahlenden marktüblichen Verzinsungen. Zum Beispiel muss die Commerzbank die von der SoFFin geleistete stille Einlage in Höhe von insgesamt 16,4 Mrd. Euro mit 9% p.a. verzinsen, sofern ein Bilanzgewinn anfällt.¹¹⁸ Auch die anderen Banken, die stille Einlagen in Anspruch genommen haben,¹¹⁹ müssen vergleichbare Konditionen (9% bzw. 10% Verzinsung) darauf entrichten. Während die Commerzbank im Jahre 2009 einen Bilanzverlust erzielte und damit die stille Einlage nicht verzinsen muss, erzielten die BayernLB, die LBBW und auch die WestLB positive Halbjahres- bzw. 9-Monatergebnisse in 2009.¹²⁰ Deshalb soll für die Landesbanken auch von einem Bilanzgewinn für das Gesamtjahr 2009 sowie für Folgejahre 2010 bis 2012 ausgegangen werden. Die Commerzbank erzielt laut Konsensschätzungen der Analysten erst wieder 2011 einen Bilanzgewinn und unterliegt erst dann der Verzinsungspflicht. Unterstellt man zusätzlich eine maximale Laufzeit der stillen Einlagen bis Ende 2012 und eine gleichmäßige Rückzahlung über diesen Zeitraum zu 90% bzw. 94% des Nennwerts – worin eine Ausfallquote von 10% bzw. 6% zum Ausdruck kommt¹²¹ – ergeben sich Einnahmen für den Staat in Höhe von 0,6 bzw. 1,6 Mrd. Euro. Die hier unterstellten

¹¹⁷ Betrachtet wird hier jeweils der Median.

¹¹⁸ Sollte die Commerzbank ab dem Jahr 2011 wieder eine Dividende ausschütten, steigt der Zinssatz zum Beispiel bei 50 Cent Dividende um einen weiteren Prozentpunkt.

¹¹⁹ Aareal Bank: 0,5 Mrd. Euro, BayernLB: 3 Mrd. Euro, LBBW: 2 Mrd. Euro, WestLB: 3 Mrd. Euro.

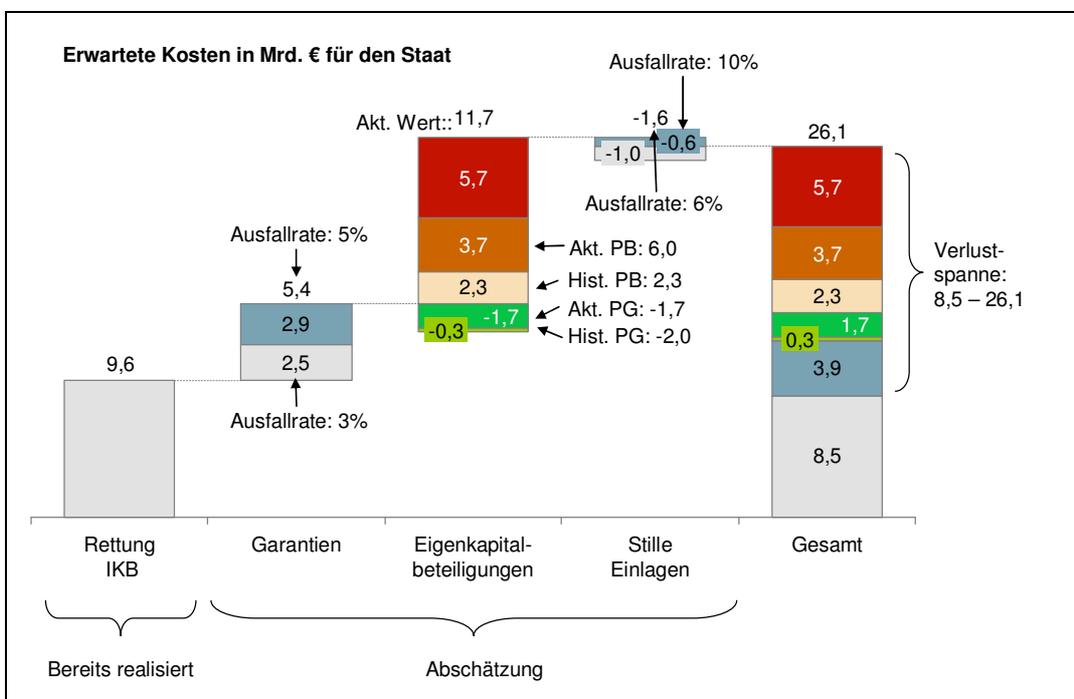
¹²⁰ Allerdings zeigte sich nach Redaktionsschluss dieses Gutachtens, dass aufgrund von Sondereffekten bei allen drei genannten Banken für das Jahr 2009 ein Jahresfehlbetrag zu Buche stand. Die BayernLB und die WestLB weisen aber im Geschäftsbericht ausdrücklich darauf hin, dass das um Sondereffekte bereinigte Ergebnis positiv gewesen wäre. Faktisch werden damit die Erträge aus den stillen Einlagen etwas überschätzt; der Einfluss auf das Gesamtergebnis ist aber vernachlässigbar.

¹²¹ Auch diese Ausfallquoten lassen sich nicht empirisch absichern und stellen lediglich eine Pauschalierung der mit diesen Einlagen verbundenen Risiken dar.

Ausfallwahrscheinlichkeiten wurden aufgrund der Nachrangigkeit der stillen Einlagen gegenüber Fremdkapital approximativ in Höhe des Doppelten der Ausfallwahrscheinlichkeiten der staatlichen Fremdkapital-Garantien angesetzt.

Fasst man nun die Kosten bzw. Gewinne aus der Rettung der IKB, den Garantien, den Eigenkapitalbeteiligungen sowie den stillen Einlagen zusammen, so lassen sich die in Abbildung 14 dargestellten Szenarien ableiten:

Abbildung 14: Überblick über die Gesamtkosten der Stabilisierungsmaßnahmen (ohne Garantien der Länder)



Nicht berücksichtigt sind in den in Abbildung 14 dargestellten Szenarien die Kosten der Garantien für Verluste von Wertpapierportfolios, die von einzelnen Bundesländern für ihre Landesbanken gewährt wurden. Da über die Werthaltigkeit dieser Portfolios keine öffentlichen Informationen zur Verfügung stehen, ist eine Abschätzung der erwarteten Kosten äußerst schwierig. Insgesamt beläuft sich die Obergrenze der aus diesen Garantien resultierenden Verluste für

die Landeshaushalte auf 38,6 Mrd. Euro.¹²² Aus einer Veröffentlichung des Bayerischen Obersten Rechnungshofs ist ferner bekannt, dass für die Garantie des Freistaates Bayern für die BayernLB im sogenannten base case mit einem Ausfall von 2,8 Mrd. Euro bei einem Portfoliovolumen von 21 Mrd. Euro gerechnet werden muss.¹²³ Wird die hier implizierte Ausfallwahrscheinlichkeit von 13,5% pauschal auf die Volumina der mit Garantien abgesicherten Wertpapierportfolios (Gesamtvolumen 235 Mrd. Euro) angewendet und dabei auch die Maximalgarantie des Landes als Ausfallobergrenze berücksichtigt, ergäbe sich ein erwarteter Gesamtverlust von 25,7 Mrd. Euro.¹²⁴

Addiert man nun diese erwarteten Verluste der Länderhaushalte zu den oben dargestellten erwarteten Kosten, die für den Bundeshaushalt entstehen, errechnet sich eine aus heutiger Sicht zu erwartende Gesamtbelastung der öffentlichen Haushalte durch die direkten Kosten der Finanzmarktkrise von 34 bis 52 Mrd. Euro; davon entfallen 22 bis 32 Mrd. Euro auf die Rettung von Landesbanken, also ein Anteil von knapp zwei Dritteln (vgl. Tabelle 8). Dieser Gesamtbetrag entspricht einer Pro-Kopf-Belastung zwischen 417 und 632 Euro. Bezogen auf das deutsche Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2009 entspricht dies einer Belastung zwischen 1,4% und 2,2% des BIP.¹²⁵ Relativ zum Bundeshaushalt des Jahres 2010 ergibt sich eine Belastung zwischen 10% und 16%.¹²⁶ Es sei aber nochmals darauf verwiesen, dass es sich hierbei lediglich um eine grobe Abschätzung auf der Basis heute verfügbarer öffentlicher Informationen handelt. Die tatsächlich eingetretenen Gesamtkosten wird man erst in ein paar Jahren

¹²² Dies beinhaltet den quotalen Anteil des jeweiligen Landes am First-Loss-Piece (entsprechend dem Eigenkapitalanteil des jeweiligen Landes an der Landesbank) sowie das Second-Loss-Piece, welches vom jeweiligen Land getragen wird. Vgl. hierzu die Ausführungen in Abschnitt 3.3. Zu Beachten ist, dass die Landesgarantie der NordLB bereits weiter oben berücksichtigt wurde (s. Fußnote 108).

¹²³ Vgl. Bayerischer Oberster Rechnungshof (2009).

¹²⁴ Nur im Fall der HSH Nordbank würde bei einem Ausfall von 13,5% des Wertpapierportfolios (Gesamtvolumen: 139 Mrd. Euro) die maximale Garantie des Landes von 12,7 Mrd. Euro überschritten werden. Bei allen anderen Landesbanken liegt ein Ausfall von 13,5% unter dem Garantimaximum.

¹²⁵ Eine jüngst veröffentlichte Studie der Deutschen Bank kommt zu dem Ergebnis, dass die direkten fiskalischen Kosten der Finanzmarktkrise in Deutschland bei unter 1% des BIP liegen werden; vgl. Deutsche Bank Research (2010).

¹²⁶ Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass die Belastungen auf mehrere Haushaltsjahre verteilt anfallen.

ermitteln können. Es ist nicht ausgeschlossen, dass diese dann außerhalb der angegebenen Spannweite liegen.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Tabelle 8: Geschätzte Gesamtbelastung der öffentlichen Haushalte in Mrd. Euro

	Worst Case	Best Case
IKB-Rettung (realisierte Kosten)	-9,6	-9,6
Garantiekosten	-5,4	-2,5
Eigenkapitalbeteiligung	-11,7	2
Stille Einlagen	0,6	1,6
Gesamtbelastung (ohne Garantien der Länder)	-26,1	-8,5
Belastung der Länder	-25,7	-25,7
Gesamtbelastung der öffentlichen Haushalte	-51,8	-34,2

Im Vergleich dazu ist in den USA aus den Verzinsungen der Großbanken-Rekapitalisierungen im Rahmen des TARP bisher ein Gewinn von 10 Mrd. \$ entstanden.¹²⁷ Bis auf die Citigroup hatten bis zum 31.12.2009 alle großen Banken ihre Kapitalisierungshilfen bereits wieder an den Staat zurückgezahlt. Die Zinsen betragen bis zu 8,5% im Falle von Goldman Sachs – diese waren sowohl bei einem Bilanzgewinn wie auch Bilanzverlust zu entrichten. Für eine finale Beurteilung der Kosten müssen aber noch die Stützungsmaßnahmen für kleinere Banken, die Automobilunternehmen und von AIG addiert werden, wobei noch Verluste von bis zu 117 Mrd. \$ drohen.¹²⁸

An dieser Stelle mag ein Vergleich mit Studien interessant sein, die sich mit den Kosten früherer Banken Krisen beschäftigen. Die Weltbank hat hierzu einen Datensatz erstellt, in welchem die fiskalischen Kosten von 167 Banken Krisen zusammengetragen wurden.¹²⁹ Im Median lagen die fiskalischen Kosten bei 10% des BIP. Für die Bankenkrise in Schweden von 1991-94 werden Kosten von 4%

¹²⁷ Vgl. Financial Times Deutschland (2010).

¹²⁸ Ebenda. Deutsche Bank Research (2010) geht davon aus, dass die direkten Kosten der Krise in den USA nicht über 2% des BIP liegen werden.

¹²⁹ Dieser Datensatz kann unter http://www1.worldbank.org/finance/html/database_sfd.html heruntergeladen werden.

des BIP errechnet, für die so genannte Savings-and-Loans-Krise in den USA in den Jahren 1988-91 von 3,2% des BIP.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Es sei noch darauf hingewiesen, dass die oben durchgeführte Rechnung nur die Kosten zur Stabilisierung des deutschen Finanzsystems berücksichtigt. Weitere staatliche Unterstützungsleistungen während der Finanzkrise beinhalten die ca. 100 Mrd. Euro an Konjunkturlösungen und das 115 Mrd. Euro Kredit- und Bürgschaftsprogramm¹³⁰ für Unternehmen ("Wirtschaftsfonds Deutschland").¹³¹ Die damit einhergehenden fiskalischen Kosten wurden hier nicht berücksichtigt.

5 Zusammenfassung und Ausblick

In diesem Gutachten wurde die Bedeutung eines privatwirtschaftlich organisierten Bankensektors aufgezeigt. Durch Markt und Wettbewerb gesteuerte unternehmerische Tätigkeiten gewährleisten am besten den effizienten Umgang mit knappen Ressourcen und die Entwicklung innovativer Dienstleistungsangebote. Aufgrund des in Deutschland nach wie vor bestehenden Drei-Säulensystems wird ein erheblicher Teil des hiesigen Bankensektors durch die öffentliche Hand kontrolliert und damit, zumindest teilweise, vor diesen wettbewerblichen Prozessen geschützt. Während in anderen europäischen Ländern ähnlich starre Strukturen in den dortigen Bankenmärkten aufgebrochen wurden, hat eine solche Entwicklung in Deutschland nicht stattgefunden. Die Rolle des Staates im Bankensektor hat sich in den letzten zwanzig Jahren nur unwesentlich verändert. Lediglich die Abschaffung der Gewährträgerhaftung für die Landesbanken hat dazu geführt, dass die Finanzierungsvorteile für diese Banken reduziert wurden und damit ein Teil der bestehenden Wettbewerbsverzerrung aufgelöst wurde.

Wie gezeigt wurde, haben die staatlichen Rettungsmaßnahmen im Zuge der Finanzmarktkrise dazu geführt, dass die Bedeutung des Staates als Unternehmer

¹³⁰ Hier sei angemerkt, dass nicht das gesamte Volumen des Kredit- und Bürgschaftsprogramms in Anspruch genommen wird. Zudem müssen Unternehmen, die das Programm in Anspruch nehmen, Gegenleistungen in Form von Zinsen erbringen.

¹³¹ Vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2009).

im Bankensektor sprunghaft angestiegen ist. Je nach Betrachtungsweise lässt sich sagen, dass die öffentliche Hand heute einen Marktanteil von mehr als 50% kontrolliert. Um einer schleichenden Ausdehnung der staatlichen Einflussnahme im Bankensektor vorzubeugen, ist es entscheidend, dass der Bund und die Länderregierungen die im Finanzmarktstabilisierungsgesetz vorgesehene zeitliche Begrenzung der staatlichen Unterstützungsmaßnahmen insoweit umsetzen, als bereits jetzt an einer Strategie, wie sich der Staat aus diesen Beteiligungen wieder zurückziehen kann, gearbeitet wird.

Wie gezeigt wurde, kommen für eine solche Exitstrategie im Wesentlichen zwei Alternativen in Frage: die Veräußerung der Beteiligungen an eine größere Zahl von Investoren im Wege eines öffentlichen Angebots oder einer Privatplatzierung oder die Veräußerung an einen strategischen Investor oder Finanzinvestor. Beide Varianten bieten unter zeitlichen, finanziellen und strategischen Gesichtspunkten unterschiedliche Vor- und Nachteile. Allerdings ist dabei der Aspekt zu beachten, ob der Staat durch seine Exitentscheidung auch industriepolitischen Einfluss nehmen sollte. Wird dies verneint, so muss der Exit über ein ergebnisoffenes und diskriminierungsfreies Verfahren erfolgen. Ob dies dann am Ende zu einem Verkauf an Minderheitsinvestoren, an Finanzinvestoren oder an strategische Investoren führt, wird der Wettbewerb entscheiden.

Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Frage, wie mit den Landesbanken weiter verfahren wird. Aufgrund der Beihilfeauflagen der Europäischen Kommission ist davon auszugehen, dass es tatsächlich zu einem Rückzug der Länder als Haupteigentümer der Landesbanken kommt. Ob dies aber gleichbedeutend ist mit einem Rückzug des Staates aus dem Landesbankensektor, ist keineswegs geklärt. So hat das Privatisierungsverfahren der LBB gezeigt, dass auch Lösungen innerhalb des Sparkassensektors denkbar sind. Auch eine Verwässerung der Anteile einzelner Bundesländer an ihren Landesbanken im Wege einer Fusion zwischen zwei oder mehreren Landesbanken wäre denkbar. In diesem Fall könnte natürlich nicht mehr von einer Privatisierung der Landesbanken gesprochen werden. Ebenso ist dann fraglich, inwieweit die anstehende, von der Europäischen Kommission

erzwungene Restrukturierung des Landesbankensektors dann tatsächlich für die schon seit langem geforderte Konsolidierung des hiesigen Bankensektors genutzt werden kann.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Dieses Gutachten hat sich auch mit der Frage auseinandergesetzt, welche direkten fiskalischen Kosten voraussichtlich für den Steuerzahler durch die Bankenrettungspakete entstehen werden. Naturgemäß kann die Abschätzung dieser Kosten aus heutiger Sicht nur sehr vorsichtig erfolgen, weil die Ergebnisse davon abhängen werden, wie sich die Märkte künftig entwickeln werden und welche Exitstrategien tatsächlich gewählt werden. Auf der Grundlage heutiger Informationen und unter Zugrundelegung historischer Bewertungsrelationen sind wir in diesem Gutachten zu dem Ergebnis gekommen, dass eine plausible Spannbreite für diese direkten Kosten der Finanzmarktkrise zwischen 34 und 52 Mrd. Euro, also zwischen 1,4 und 2,2% des BIP, liegt.

Bemerkenswerterweise sind mehr als 80% dieser Kosten den staatlich kontrollierten Banken zuzuordnen, also den Landesbanken und der IKB. Damit hat die Finanzmarktkrise überdeutlich gezeigt, welche enormen Risiken für den Steuerzahler durch unternehmerisches Handeln des Staates entstehen. Ob diese Risiken durch die Abschaffung der Gewährträgerhaftung signifikant reduziert werden, ist durchaus fragwürdig. Zwar gibt es für seit dem 18. Juli 2005 aufgenommenen Verbindlichkeiten keine explizite Haftung durch den Gewährträger mehr, ob damit der staatliche Eigentümer auch aus der faktischen Haftung für seine Banken entlassen ist, ist aber keineswegs gesichert. Nicht nur deshalb wäre eine rasche Umsetzung einer konsequenten Exitstrategie, insbesondere auch im Bereich der Landesbanken, wünschenswert.

6 Literatur

Aareal Bank (2009), Ad-Hoc Mitteilung vom 15. Februar 2009: Aareal Bank Gruppe schließt Geschäftsjahr und viertes Quartal 2008 trotz Finanzmarktkrise mit solidem Ergebnis ab – Weitere Stärkung des Unternehmens durch Vereinbarung mit Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin).

Achleitner, A. (2002), Handbuch Investment Banking, Wiesbaden.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Andrade, G / Mitchell, M / Stafford, E. (2001), New Evidence and Perspectives on Mergers. Journal of Economic Perspectives, 15, S. 103-120.

Barabas, G. / Döhrn, R. / Gebhardt, H. / Schmidt, T. (2009), Was bringt das Konjunkturpaket II, Wirtschaftsdienst, 89, S. 128-132.

Bayerischer Oberster Rechnungshof (2009), Jahresbericht 2009.

Bayerisches Staatsministerium der Finanzen (2009), Beteiligungsbericht des Freistaates Bayern 2009 – Staatliche Beteiligungen an Unternehmen im Jahr 2009.

BayernLB (2009), IR-Nachricht vom 26. Oktober 2010: BayernLB gibt nicht genutzten Garantierahmen der SoFFin zurück.

Berliner Rathaus. (2010). Pressemitteilung vom 15. Juni 2007: Verkauf der Landesbank Berlin.

Bundesministerium der Finanzen (2008), Pressemitteilung des Bundesministeriums der Finanzen vom 13. Oktober 2008: Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Bundesministerium der Finanzen (2009a), Monatsbericht Februar 2009 - Abschnitt Entschlossen in der Krise, stark für den nächsten Aufschwung.

Bundesministerium der Finanzen (2009b), Monatsbericht September 2009 – Abschnitt „Das Bad Bank-Gesetz“.

Bundesministerium der Finanzen (2010a), Fragen und Antworten zum Verkauf der IKB-Anteile; verfügbar unter www.bundesfinanzministerium.de/nm_1928/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Geld__und__Kredit/016__Verkauf__der__KfW-Anteile__FAQ.html.

Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2009), Monatsbericht August 2009.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010a), Monatsbericht März 2010.

Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010b), Überblick über die Konjunkturpakete I und II; verfügbar unter <http://www.bmwi.de/BMWi/Navigation/Wirtschaft/Konjunktur/konjunkturpaket-e-1-und-2.html>.

Carletti, E. / Hakenes, H. / Schnabel, I. (2005), The Privatization of Italian Savings Banks – A Role Model for Germany?, Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 74/4, S. 32-50.

Commerzbank (2008a), Pressemitteilung vom 31. August 2008: Commerzbank übernimmt Dresdner Bank und wird führende Bank für Privat- und Firmenkunden in Deutschland.

Commerzbank (2008b), IR-Nachricht vom 19. Dezember 2008: Commerzbank und SoFFin vereinbaren Kreditprogramm für den Mittelstand / Vertrag über 8,2 Mrd Euro stille Einlage des SoFFin finalisiert.

Commerzbank (2009a), IR-Nachricht vom 09. Januar 2009: 5 Milliarden Euro Benchmark Bond erfolgreich platziert.

Commerzbank (2009b), Pressemitteilung vom 07. Mai 2009: EU-Kommission gibt grünes Licht für Eigenkapitalzufuhr.

Commerzbank (2009c), Pressemitteilung vom 11. Mai 2009: Dresdner Bank auf Commerzbank verschmolzen.

Commerzbank (2009d), IR-Nachricht vom 05. Juni 2009: Commerzbank finalisiert Vereinbarung mit dem SoFFin.

Commerzbank (2010), Geschäftsbericht 2009.

Deutsche Bank Research (2010), Direkte fiskalische Kosten der Finanzkrise, 1. Juli 2010, www.dbresearch.de

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Deutsche Bundesbank (2009), Finanzstabilitätsbericht 2009 - Abschnitt „Wechselwirkungen zwischen den geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems und der Aktivität am Interbankengeldmarkt in der Krise“.

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2010), Landesbanken: Megafusion allein ist kein Ausweg. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 18/2010; verfügbar unter www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.356439.de/10-18-3.pdf.

Dowd, K. (1993), *Laissez-faire Banking*. London und New York.

DSGV (2001), Stellungnahme des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes zu der gegen Anstaltslast und Gewährträgerhaftung in Deutschland gerichteten Beihilfebeschwerde der Europäischen Bankenvereinigung.

Europäische Kommission (2008a), NN 25/2008 (ex N164/08, CP 15/08) WestLB Risikoabschirmung, Deutschland; veröffentlicht am 30. April 2008.

Europäische Kommission (2008b), Staatliche Beihilferegulation Nr. N 625/2008 - Deutschland: Rettungspaket für Finanzinstitute in Deutschland; veröffentlicht am 12. Dezember 2008.

Europäische Kommission (2008c), Staatliche Beihilfe N 615/2008, Deutschland - Staatliche Beihilfe an die BayernLB; veröffentlicht am 18. Dezember 2008.

Europäische Kommission (2009a), Staatliche Beihilfe N 244/2009 – Commerzbank – Deutschland; veröffentlicht am 07. Mai 2009.

Europäische Kommission (2009b), Staatliche Beihilfe C 16/2009 (ex N 254/2009) – BayernLB, Deutschland und Hypo Group Alpe Adria, Österreich; veröffentlicht am 12. Mai 2009.

Europäische Kommission (2009c), Über die staatliche Beihilfe, C 43/2008 (ex N 390/2008), die Deutschland zur Umstrukturierung der WestLB AG gewähren will; veröffentlicht am 12. Mai 2009.

Europäische Kommission (2009d), Staatliche Beihilfe C 15/2009 (ex N 196/2009) - Hypo Real Estate, Deutschland; veröffentlicht am 24. Juli 2009.

Europäische Kommission (2009e), Staatliche Beihilfe N 400/2009 – Deutschland: Garantiemaßnahme für die IKB zur Liquiditätsbeschaffung; veröffentlicht am 17. August 2009.

Europäische Kommission (2009f), State aid N 531/2009 – Germany – Assumption of risk for WestLB; veröffentlicht am 07. Oktober 2009.

Europäische Kommission (2009g), Staatliche Beihilfe C 29/2009 (ex N 503/2009) – Deutschland HSH Nordbank; veröffentlicht am 22. Oktober 2009.

Europäische Kommission (2009h), Beschluss der Kommission vom 15.12.2009 über die staatliche Beihilfe Nr. C 17/2009 (ex N 265/2009) Deutschlands zur Umstrukturierung der Landesbank Baden-Württemberg; veröffentlicht am 15. Dezember 2009.

Europäische Kommission (2009i), State aid C 40/2009 (ex N 555/2009) – Germany: Additional aid for WestLB AG related to spin-off of assets; veröffentlicht am 22. Dezember 2009.

Financial Times Deutschland (2010), US-Fiskus verdient an der Krise; veröffentlicht am 07. April 2010.

Handelsblatt (2010), Gutachten bewertet BayernLB mit acht Mrd.; veröffentlicht am 11. Februar 2010.

HRE (2008a), Pressemitteilung vom 21. November 2008: SoFFin gewährt Hypo Real Estate Group Garantierahmen über 20 Mrd. Euro.

HRE (2008b), Pressemitteilung vom 09. Dezember 2008: Aufstockung des Garantierahmens durch den Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin).

Ordinarius an der
Technischen Universität München

HRE (2009a), Pressemitteilung vom 20. Januar 2009: SoFFin erweitert den der Hypo Real Estate Gruppe gewährten Garantierahmen um 12 Mrd. EUR.

HRE (2009b), Pressemitteilung vom 11. Februar 2009: SoFFin erweitert Garantierahmen für Hypo Real Estate Group um 10 Mrd. Euro.

HRE (2009c), Pressemitteilung vom 28. März 2009: Bund steigt ins Kapital der Hypo Real Estate Group ein.

HRE (2010a), Pressemitteilung vom 21. Januar 2010: HRE stellt Antrag auf Übertragung von Vermögensgegenständen.

HRE (2010b), Geschäftsbericht 2009.

HRE. (2010c). Ratingübersicht. Verfügbar unter www.hyporealestate.com/pdf/16_04_2010_Ratinguebersicht.pdf.

HSH Nordbank (2008), Pressemitteilung vom 21. November 2008: HSH Nordbank erhält Liquiditätsgarantien des SoFFin.

HSH Nordbank (2009), Pressemitteilung vom 15. Juli 2009: HSH Nordbank begibt 3 Mrd. Euro Benchmark-Anleihe.

Iannotta, G / Nocera, G. / Sironi, A. (2007), Ownership Structure, Risk, and Performance in the European Banking Industry, *Journal of Banking and Finance*, 31, S. 2127-2149.

Iannotta, G / Nocera, G. / Sironi, A. (2008), The Impact of Government Ownership on Banks' Ratings: Evidence from the European Banking Industry, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1168402>.

IKB (2008), Ad-Hoc Mitteilung vom 21. Oktober 2008: EU-Kommission genehmigt IKB-Beihilfen unter strengen Auflagen.

IWF (2009), Global Financial Stability Report April 2009 – Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

KfW (2007), Pressemitteilung vom 10. Oktober 2007: KfW Bankengruppe prüft strategische Optionen für IKB-Beteiligung.

KfW (2008a), Pressemitteilung vom 18. Januar 2008: KfW startet Verkaufsverfahren ihrer IKB-Anteile.

KfW (2008b), Pressemitteilung vom 21. August 2008: KfW Bankengruppe unterzeichnet Vertrag mit Lone Star zur Veräußerung ihrer Anteile an der IKB.

KfW (2008c), Pressemitteilung vom 29. Oktober 2008: Verkaufsprozess der KfW-Anteile an IKB abgeschlossen.

KfW (2009), Pressemitteilung vom 27. März 2009: KfW Geschäftsergebnis 2008 von Auswirkungen IKB Rettung und Finanzmarktkrise geprägt.

Kikeri, S. / Nellis, J. (2002), Privatization in competitive sectors: The record to date. World Bank Policy Research Working Paper 2860.

Landesrechnungshof Nordrhein-Westfalen (2009), Jahresbericht 2009.

La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (2002), Government Ownership of Banks, Journal of Finance, 57, S. 265-301.

Meggison, W. (2005), The Economics of Bank Privatization, Journal of Banking and Finance, 29, S. 1931-1980.

Meggison, W. / Netter, J. (2001), From State To Market: A Survey Of Empirical Studies On Privatization, Journal of Economic Literature, 39, S. 321-389.

n-tv. (2010). Die Geschichte der LBB.

Nord/LB (2009), Pressemitteilung vom 15. Dezember 2009: Nord/LB lässt G-MTN-Programm vorzeitig auslaufen.

Panetta, F. / Faeh, T. / Grande, G. / Ho, C. / King, M. / Levy, A. / Signoretti, F. M. / Taboga, M. / Zaghini, A. (2009), An assessment of financial sector rescue programmes, BIS Papers Nr. 48, verfügbar unter <http://www.bis.org/list/bispapers/index.htm>.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008), Jahrgutachten 2008/09: Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2009), Jahrgutachten 2009/10: Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen.

Sapienza, P. (2002), What do state owned firms maximize? Evidence from Italian Banks, Mimeo, Northwestern University.

SoFFin (2009a), Pressemitteilung vom 07. Mai 2009: SoFFin hält nach Ablauf der Annahmefrist 47,31 Prozent an der Hypo Real Estate Holding AG (HRE) – Die Übernahme durch den Bund zur Rettung der HRE kann zügig fortgesetzt werden.

SoFFin (2009b), Pressemitteilung vom 02. Juni 2009: SoFFin hält nach Kapitalerhöhung 90 Prozent an Hypo Real Estate Holding AG (HRE). Die vollständige Übernahme der Gesellschaft wird vorbereitet.

SoFFin (2009c), Pressemitteilung vom 06. Oktober 2009: SoFFin vor vollständiger Übernahme der Hypo Real Estate Holding AG – Hauptversammlung beschließt Ausschluss der Minderheitsaktionäre.

SoFFin (2009d), Pressemitteilung vom 04. November 2009: HRE – SoFFin beschließt Kapitalerhöhung um 3 Mrd. Euro.

SoFFin (2009e), Pressemitteilung vom 26. November 2009: SoFFin unterstützt WestLB.

SoFFin (2009f), Pressemitteilung vom 21. Dezember 2009: SoFFin löst Liquiditätsfazilität ab – Restrukturierung der HRE schreitet voran.

SoFFin. (2010). Keine Leistung ohne Gegenleistung. Verfügbar unter www.soffin.de.

Ordinarius an der
Technischen Universität München

SpiegelOnline. (2007a). Sparkassenverband kauft LBB für 4,6 Milliarden Euro; verfügbar unter www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,488721,00.html.

SpiegelOnline. (2007b). Verdacht auf Absprachen: Brüssel befasst sich mit Verkauf der Landesbank Berlin; verfügbar unter www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,488888,00.html.

Standard & Poor's. (2010). Default, Transition, and Recovery: 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions; veröffentlicht am 17.03.2010.

Süddeutsche Zeitung (2007), Verkauf der Landesbank Berlin: Viel Lärm um nichts; veröffentlicht am 15. Juni 2007.

Süddeutsche Zeitung (2008a), Krisenbank vor dem Verkauf; veröffentlicht am 16. August 2008.

Süddeutsche Zeitung (2008b), Kosten der IKB-Rettung; veröffentlicht am 22.08.2008.

Süddeutsche Zeitung. (2008c), Zeil will BayernLB privatisieren; veröffentlicht am 10.11.2008.

WestLB (2008), IR-Nachricht vom 02. April 2008: Risikoschirm befreit WestLB weitgehend von Belastungen der Finanzmarktkrise.

WestLB (2010), Geschäftsbericht 2009.

Wirtschaftswoche (2007), Das Bankensystem nach dem Verkauf der Landesbank Berlin; veröffentlicht am 28.02.2007.