

Die Krise

Was auf den Finanzmärkten geschah und was jetzt zu tun ist

Die Krise

Was auf den Finanzmärkten geschah und was jetzt zu tun ist

Impressum

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
German Institute for Economic Research

Mohrenstr. 58 · 10117 Berlin
Deutschland

Tel. +49 (0) 30 8 97 89-0
Fax +49 (0) 30 8 97 89-200

kundenservice@diw.de
www.diw.de

Redaktion/Editing: Carel Mohn/Ute Figgel
Stabsabteilung Kommunikation/Communications Department
Konzeption und Gestaltung: da vinci design GmbH

Berlin, Juni 2009

Inhalt

Vorwort	9
von Klaus F. Zimmermann und Dorothea Schäfer	
Landesbanken: Rettung allein reicht nicht	12
von Mechthild Schrooten	
Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector	21
by Dorothea Schäfer and Klaus F. Zimmermann	
Good & Bad Banks sauber trennen	45
von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann	
„Wir brauchen eine konsequente Bad Bank“	49
von Klaus F. Zimmermann und Dorothea Schäfer	
Der Steuerzahler darf nie mehr Geisel der Banken werden	51
von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann	
Ohne Hilfe geht nichts	55
von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann	
„Struktur vor Konjunktur“ auf dem „Gipfel der Gipfel“	57
von Klaus F. Zimmermann	
Bad Bank: Staat soll toxische Papiere zum Null-Wert übernehmen	59
von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann	
„Der Steuerzahler soll für sein Engagement etwas zurück bekommen“ – Sieben Fragen an Dorothea Schäfer	73

Genügend Widerstandskraft? Immobilienfinanzierung und Haushaltsverschuldung in Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden und den USA	76
von Oleg Badunenko, Nataliya Barasinska und Dorothea Schäfer	
Letzter Ausweg <i>Bad Bank</i>?	96
von Klaus F. Zimmermann	
Forecasting the Fragility of the Banking and Insurance Sector	98
by Kerstin Bernoth and Andreas Pick	
Nordische Bankenkrisen der 90er Jahre: Gemischte Erfahrungen mit „Bad Banks“	128
von Rolf Ketzler und Dorothea Schäfer	
Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur	144
von Dorothea Schäfer	
"Die Landesbanken haben auf der internationalen Bühne nichts verloren" – Sieben Fragen an Dorothea Schäfer	160
Schadensbegrenzung oder Kapriolen wie im Finanzsektor?	162
von Klaus F. Zimmermann	
Verbriefungen: Eine Finanzinnovation und ihre fatalen Folgen . . .	168
von Georg Erber	
"Der Wettbewerb um schwache Regulierung hat uns geschadet" – Sechs Fragen an Georg Erber	183
Kreditverbriefungen: Nicht alle Eier in einen Korb legen	185
von Dorothea Schäfer	

Finanzmarktkrise: Wie bedroht ist die deutsche Wirtschaft? – Sechs Fragen an Christian Dreger	187
Finanzmarktkrise: Staatsgarantien statt Verstaatlichung von Christian Dreger	189
Unternehmensfinanzierung – Sind Förderbanken noch zeitgemäß?	191
von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann	
Europa braucht eine zentrale Finanzaufsicht	217
von Mechthild Schrooten	
Internationale Finanzkrise: Leistungsfähiges Frühwarnsystem notwendig	219
von Mechthild Schrooten	
Finanzkrise: "Verantwortung und Haftung gehören zusammen"	221
von Mechthild Schrooten	
Banken und Hedgefonds: Streng regulieren, aber nur im absoluten Notfall direkt unter die Arme greifen	223
von Dorothea Schäfer	
Über die Autoren	226



Vorwort

Im Juli 2007 musste die Investmentbank Bear Stearns zwei ihrer Hedgefonds schließen. Beide Fonds hatten ihr gesamtes Kapital innerhalb weniger Monate aufgezehrt. Die Erträge kamen aus Anlagen, die mit Hypotheken aus dem Subprime-Bereich unterlegt waren. Weil sich die Ausfälle in diesem Segment niedrigster Kundenbonität häuften, saßen die Fonds auf Bergen von Papieren, die von Tag zu Tag wertloser wurden.

Der Untergang dieser Fonds markierte den Eintritt in die akute Phase der Finanzmarktkrise. Sie dauert mittlerweile fast zwei Jahre an. Ihr Ende ist noch nicht abzusehen. Weder kann man das Krisenmanagement für abgeschlossen erklären, noch sind klare Konturen für eine neue, weniger anfällige Finanzmarktarchitektur erkennbar.

Im Spätsommer 2008 war bereits einmal von Zeichen der Überwindung der Krise die Rede. Damals schien die Realwirtschaft außerhalb der angelsächsischen Länder nur wenig angegriffen. Deutschland konnte trotz Krise weiterhin sinkende Arbeitslosenzahlen vermelden und machte sich berechtigte Hoffnungen auf einen erstmals seit Jahren ausgeglichenen Staatshaushalt. Die Zeichen waren jedoch trügerisch, wie man heute weiß. Die amerikanische Regierung musste Anfang September 2008 die beiden Flaggschiffe der Immobilienfinanzierung Fannie Mae und Freddie Mac verstaatlichen. Massive Liquiditätsabflüsse und Spekulationen auf Kursstürze der Investmentbanken folgten. Wohl im Bemühen, dem *charity hazard* des Bankensektors ein Ende zu bereiten, ließ die amerikanische Regierung die Investmentbank Lehman Brothers Insolvenz anmelden. Finanzsektor und Realwirtschaft verfielen weltweit in eine Art Schockstarre.

Trotz vielfältiger Banken-Rettungspakete hat sich der Bankensektor von dem Dominoeffekt der Lehman-Insolvenz bislang nicht erholt. Auf den Vermögensmärkten ist weltweit eine Abwärtsspirale mit starken Preisausschlägen in Gang gekommen. Auf Phasen der Erholung folgen regelmäßig Phasen, in denen sich die Krisensymptome noch verschärfen.

In dieser Krise haben viele Banken nicht nur Kapital, sondern auch ihr Geschäftsmodell verloren. Dauert diese Situation weiter an, droht auch in Deutschland eine krisenbedingte Einschränkung der Kreditvergabe. Und spätestens wenn es zu einer Konjunkturerholung kommt, wird die eingeschränkte Arbeitsfähigkeit des Finanzsektors zum Engpass für den Aufschwung werden.

Die Finanzmarktkrise ist ein Ereignis von historischer Tragweite. Jetzt sind Antworten gefragt, die über den Tag hinausweisen. Das DIW Berlin hat sich frühzeitig mit Analysen und Lösungsvorschlägen zu Wort gemeldet. Die zentralen Beiträge sind in diesem Band chronologisch dokumentiert. Den Auftakt bildet die Diskussion um die Einrichtung einer Bad Bank. Das DIW Berlin hat hierzu ein eigenes Modell vorgelegt und sich mit Analysen und Kommentaren an der öffentlichen Debatte zur Auslagerung der toxischen Papiere beteiligt. Andere Schwerpunkte dieses Bandes sind die Zukunft der Landesbanken, die Auswirkungen auf die Realwirtschaft und Prinzipien für eine Reform der Finanzmarktarchitektur.

Berlin, 15. Juni 2009

Klaus F. Zimmermann
Präsident DIW Berlin

Dorothea Schäfer
Forschungsdirektorin Finanzmärkte



Landesbanken: Rettung allein reicht nicht

von Mechthild Schrooten

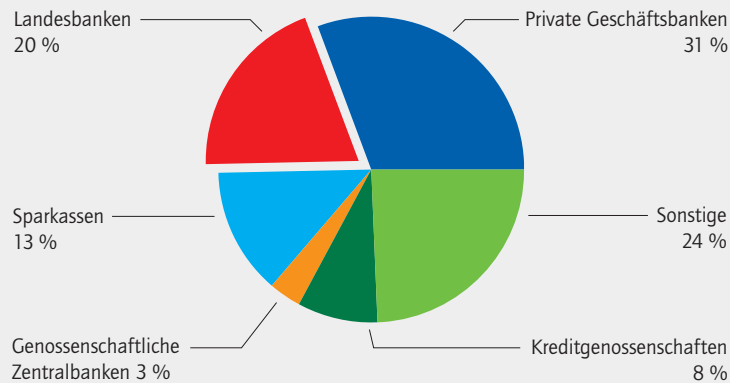
DIW Wochenbericht
24/2009,
S. 390-396

Den Landesbanken fehlt ein sinnvolles und tragfähiges Geschäftsmodell. Die internationale Finanzkrise hat dies in aller Schärfe deutlich gemacht. Bereits vor der Abschaffung der umfassenden staatlichen Haftungsbedingungen im Jahr 2005 galten einzelne Kreditinstitute aus der Gruppe der Landesbanken als besonders schwach. In der aktuellen Krise ist die gesamte Gruppe der Landesbanken unter Druck geraten. In der Vergangenheit wurde vielfach die horizontale Konsolidierung innerhalb der öffentlich-rechtlichen Säule des deutschen Bankensystems als Strategie zur Problembewältigung angesehen. Jetzt zeigt sich, dass dies zu kurz greift.

Um in der Zukunft überleben zu können, muss ein neues Geschäftsmodell her. Dabei könnte die aktuelle Krise durchaus eine Chance für unkonventionelle Problemlösungen bieten. Ein rasches Zurückführen der Landesbanken auf ihre Kernkompetenzen ist geboten. Aus heutiger Sicht scheint es ausreichend, aus den Landesbanken eine einzige Sparkassen-Zentralbank zu machen. Dieses Institut könnte auch den deutschen Mittelstand bei seinen außenwirtschaftlichen Aktivitäten unterstützen. Bei den verbleibenden Aktivitäten der Landesbanken ist zu fragen, inwieweit sie von öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten wahrgenommen werden müssen. Die von der EU vorgeschlagenen nicht-diskriminierenden Bieterverfahren könnten hier den Weg weisen und Fusionen mit großen privaten Geschäftsbanken erleichtern.

Öffentlich-rechtliche Kreditinstitute spielen im deutschen Bankensystem eine wichtige Rolle. Landesbanken und Sparkassen kommen auf einen Marktanteil 33 Prozent,¹ wobei etwa 20 Prozentpunkte auf die Landesbanken entfallen. Damit haben die Landesbanken sogar ein etwas größeres Gewicht als die fünf der privatwirtschaftlichen Säule des deutschen Bankensystems zugerechneten Großbanken (Abbildung 1). Diese fünf privatwirtschaftlichen Kreditinstitute weisen insgesamt eine Bilanzsumme von 1 441 Milliarden Euro aus; die Gruppe der Landesbanken erreicht 1 539 Milliarden Euro. Seit 1999, dem Jahr der Einführung der Gemeinschaftswährung Euro, stieg die Bilanzsumme der Landesbanken um 34 Prozent.

¹ Gemessen an der Bilanzsumme des deutschen Bankensystems. Stand März 2009. Deutsche Bundesbank: Bankenstatistik. Mai 2009.

Abbildung 1: Struktur des deutschen Bankensektors

Quelle: Deutsche Bundesbank. DIW Berlin 2009

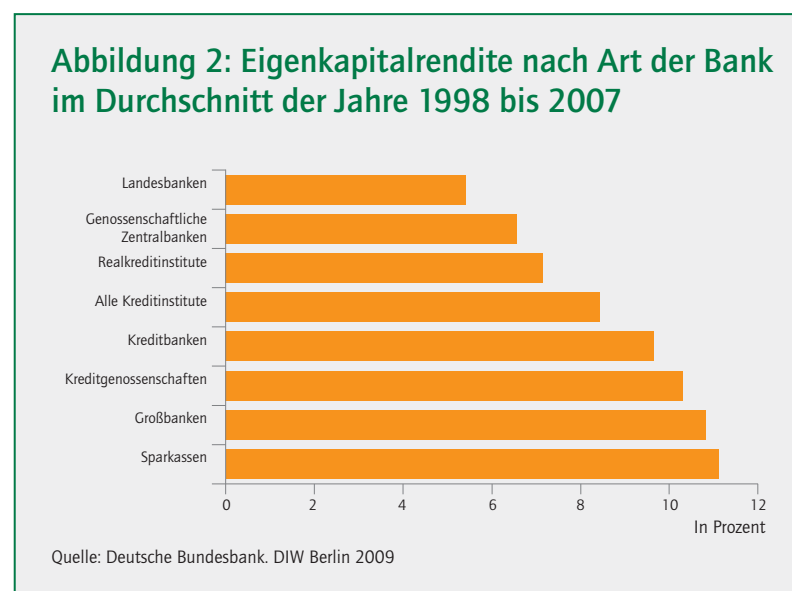
Grundsätzlich ist das deutsche Bankensystem immer noch als Drei-Säulen-System konzipiert: Private Banken, öffentlich-rechtliche Sparkassen und Landesbanken sowie die Genossenschaftsbanken mit ihren beiden genossenschaftlichen Zentralbanken gelten dabei jeweils als Säule. Bei säulenübergreifenden Fusionen beziehungsweise Beteiligungen hat sich eine Asymmetrie herausgebildet: Die Beteiligung privater Banken an öffentlich-rechtlichen Kreditinstituten ist in Deutschland bislang nicht möglich. Zulässig ist indes die Beteiligung an oder die Übernahme von privaten Banken durch öffentlich-rechtliche Institute.

Anders als die privaten Banken und der genossenschaftliche Sektor fielen Landesbanken und Sparkassen bis Juli 2005 unter besondere staatliche Haftungsgarantien, die gerade den Landesbanken Vorteile bei der Refinanzierung über den Kapitalmarkt verschafften. Diese speziellen Haftungsbedingungen waren auf Druck der Europäischen Kommission abgeschafft worden. Allerdings war in diesem Rahmen eine Übergangsfrist eingeräumt worden: Für die von Landesbanken vor dem 18. Juli 2005 eingegangenen Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit bis zum 31. Dezember 2015 gelten immer noch die umfassenden staatlichen Haftungsregelungen.² Im Vorfeld der Abschaffung von Anstaltslast und Gewährträgerhaftung weiteten die Landesbanken ihre

² Unter „Gewährträgerhaftung“ ist die Haftung der Gebietskörperschaft für die Geschäftsaktivitäten zu verstehen. Durch die „Anstaltslast“ garantiert der Gewährträger das Fortbestehen des Kreditinstituts. Aus Sicht der Europäischen Kommission stellen Anstaltslast und Gewährträgerhaftung unzulässige und wettbewerbsverzerrende Garantien dar. Engerer, H., Schrooten, M.: Deutschlands Bankensektor. Perspektiven des Dreisäulensystems. Baden-Baden 2005.

Bilanzsumme kräftig aus, um so der erwarteten tendenziellen Verteuerung der Refinanzierung entgegenzutreten.³ Bis dahin war den Landesbanken von den Rating-Agenturen vielfach eine erstklassige Bonität bescheinigt worden. Die Veränderung der staatlichen Haftungsbedingungen schlug sich jedoch keineswegs sofort in einer Revision der Bonitätseinschätzung durch die privaten Rating-Agenturen nieder.

Seit langem schwache Performance der Landesbanken



Im internationalen Vergleich galt das deutsche Bankensystem lange als renditeschwach, aber stabil.⁴ Am unteren Ende der Renditeskala finden sich seit langem die Landesbanken. Offenbar konnten sie auch in Zeiten umfassender staatlicher Haftungsbedingungen den gegenüber privaten und genossenschaftlichen Kreditinstituten vorhandenen Wettbewerbsvorteil nicht dazu nutzen, überdurchschnittliche Eigenkapitalrenditen zu erwirtschaften (Abbildung 2). Die im Zeitraum von 1998 bis 2007 relativ geringen durchschnittlichen Renditen der Landesbanken werden gelegentlich damit in Verbindung gebracht, dass es sich um öffentlich-rechtliche Kreditinstitute handelt. Allerdings ist der Zusammenhang zwischen Eigentumsform und Rendite im deut-

³ Verbindlichkeiten gegenüber Banken ebenso wie Verbindlichkeiten aus Verbriefungen schnellten in der Phase vor der Revision der Haftungsbedingungen der Landesbanken ebenso wie die Bilanzsumme in die Höhe. Parallel dazu wurde die Kreditvergabe an Nichtbanken zurückgefahren, während die Kredite an Banken ebenso wie das Wertpapiergeschäft ausgeweitet wurden.

⁴ Vgl. zum Beispiel Brunner, A., Dercressin, J., Hardy, D., Kudela, B.: Germany's Three Pillar Banking System. Cross-Country Perspectives in Europe. IMF Occasional Paper Nr. 233, 2004.

schen Bankensystem nicht eindeutig: Denn die Sparkassen, die ebenfalls der öffentlich-rechtlichen Säule des Bankensystems zuzurechnen sind, gelten als außerordentlich leistungsfähig. Vieles spricht dafür, dass weniger die Eigentumsform als das unterliegende Geschäftsmodell für die Performance der Kreditinstitute ausschlaggebend ist. Die Sparkassen setzen ebenso wie die Genossenschaftsbanken auf das sogenannte Hausbankprinzip, bei dem der persönlichen und langfristigen Geschäftsbeziehung zwischen Kreditinstitut und Kunde eine besondere Bedeutung zukommt.⁵ Kredite an Nichtbanken haben bei den Sparkassen einen Anteil von 60 Prozent der Bilanzsumme; bei den Landesbanken liegt der Vergleichswert bei 36 Prozent (Tabelle 1). Hier lässt sich eine gewisse Arbeitsteilung zwischen den regional aufgestellten Sparkassen und den übergreifend agierenden Landesbanken erkennen. Ohnehin sind die Kreditinstitute der öffentlich-rechtlichen Säule über eigentums- und haftungsrechtliche Regelungen eng miteinander verknüpft.

Tabelle 1

Bilanzstruktur im deutschen Bankensektor
Aktiva in Prozent der Bilanzsumme

	Kredite an Banken	Kredite an Nichtbanken	Aktien	Beteiligungen	Festverzinsliche Wertpapiere	Sonstige
Landesbanken	37,10	36,03	0,50	1,88	19,89	4,60
Sparkassen	10,69	60,12	6,09	1,83	17,78	3,50
Private Großbanken	34,06	29,63	2,23	5,49	14,15	14,44

Quelle: Deutsche Bundesbank.

DIW Berlin 2009

Fehlende Geschäftsideen, Renditedruck und risikoreiches Engagement auf dem internationalen Finanzmarkt

Bereits im Vorfeld der von der EU durchgesetzten Veränderungen staatlicher Haftung hatten sich die Landesbanken, teilweise beachtlich von ihren originären Aufgaben entfernt. Das einstmals satzungsmäßig festgeschriebene Fördergeschäft musste ausgelagert werden.⁶ Nicht zuletzt durch den von Ländern und Kommunen eingeschlagenen Konsolidierungskurs nahm die Bedeutung der Landesbanken als Hausbanken der Gebietskörperschaften ab. Die satzungsgemäße Funktion als Zentralbank der Sparkassen sorgte dafür, dass die Landesbanken als über-

5 Baas, T., Schrooten, M.: Relationship Banking and SMEs: A Theoretical Analysis. Small Business Economics, vol. 27(2), 127–137, October 2006.

6 Schäfer, D., Zimmermann, K. F.: Unternehmensfinanzierung – Sind Förderbanken noch zeitgemäß? In: Keuper, F., Puchta, D. (Hrsg.): Strategisches Management in Förderbanken – Geschäftsmodelle, Konzepte, Instrumente. Wiesbaden 2008.

regionale Kapitalsammelstellen dienten und über reichlich Liquidität verfügten. Zugleich engagierten sich alle Landesbanken zunehmend in den Bereichen *Corporate Finance* sowie auf dem Kapitalmarkt- und Immobiliengeschäft und weiteten ihre internationalen Aktivitäten aus.⁷ Mit dieser Änderung der Geschäftsfelder näherten sich Landesbanken und private Großbanken an; originäre mit einem öffentlichen Auftrag verbindbare Geschäftsideen wurden von den Landesbanken nicht entwickelt.

Vielmehr bot es sich aus Sicht der Landesbanken an, die notorisch geringen Eigenkapitalrenditen durch Geschäfte auf dem internationalen Kapitalmarkt zu steigern. Die Eigentümer der Landesbanken, also insbesondere Sparkassen und Bundesländer, hatten diesen Instituten vielfach außerordentlich ambitionierte Renditeziele von 15 Prozent gesetzt.⁸ Derartige Eigenkapitalrenditen konnten durch das traditionelle Kreditgeschäft nicht erreicht werden; der Grundstein für das Ausweichen auf den internationalen Kapitalmarkt war durch diese Vorgaben der Eigentümer gelegt (Tabelle 2). Dazu kam, dass gerade das risikoreiche Geschäft mit Wertpapieren aus sogenannten Subprime-Krediten über außerbilanzielle Zweckgesellschaften abgewickelt werden konnte, die sich der Bankenaufsicht entzogen.⁹ Dabei entzog sich nicht nur die Risikostruktur des so getätigten Kreditersatzgeschäftes den Aufsichtsbehörden, sondern auch das Volumen. Auch die bank-internen Aufsichtsgremien versagten weitestgehend. Die Sachsen LB häufte *Conduits* und *Special Investment Vehicles* in Höhe von mehr als 1.000 Prozent ihres Eigenkapitals an. Bei der WestLB lag dieser Satz bei mehr als 500 Prozent (Stand Anfang 2008).¹⁰ Als diese Geschäfte zunehmend ausfallbedroht wurden, gerieten die Landesbanken wie auch die privaten Geschäftsbanken in den Sog der internationalen Finanzkrise. Als Mitglieder der Sparkassenfinanzgruppe sind die Landesbanken mit den Sparkassen haftungsrechtlich verbunden, sodass die Krise der Landesbanken auch in eine Krise der Sparkassen münden könnte.

7 Berge, K., Berger, R., Locarek-Junge, H.: Deutsche Landesbanken: Status Quo und Strategien vor dem Hintergrund des Wegfalls der Staatsgarantien. In.: Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung des DIW Berlin 4/2006, 73–92.

8 Vgl. z. B. Handelsblatt vom 2. September 2005: Halbjahres-Bilanzen 2005: Landesbanken stehen unter Druck.

9 Schäfer, D.: Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 51–52/2008.

10 Große Privatbanken wie die inzwischen fusionierten Dresdner Bank und die Commerzbank erreichten Vergleichswerte von über 360 beziehungsweise 85 Prozent. Die Deutsche Bank erreichte einen Wert von über 114 Prozent. IMF Survey: Germany: Policy Lessons from Financial Market Turbulences. Washington DC 2008.

Tabelle 2**Eigentumsrechtliche Verflechtung der Landesbanken Ende 2007**

	Anteil in Prozent	Eigentümer
Nord/LB (inkl. Bremer Landesbank)	41,75	Land Niedersachsen
	8,25	Land Sachsen-Anhalt
	37,25	Sparkassenverband Niedersachsen
	7,53	Sparkassenverband Sachsen-Anhalt
	5,22	Sparkassenbeteiligungszweckverband Mecklenburg-Vorpommern
Bremer Landesbank Kredit- anstalt Oldenburg – Girozentrale	92,5	Nord/LB
	7,5	Freie Hansestadt Bremen
WestLB AG	31,2	NRW.Bank
	25,2	Rheinischer Sparkassen- und Giroverband
	25,2	Westfälisch-Lippischer Sparkassen- und Giroverband
	17,4	Land NRW
	0,5	Landschaftsverband Rheinland
	0,5	Landschaftsverband Westfalen-Lippe
SaarLB Landesbank Saar	75,1	Bayern LB
	14,9	Sparkassenverband Saar
	10,0	Land Saarland
Landesbank Baden-Württemberg (inkl. Rheinland-Pfalz Bank und Sachsen Bank)	35,611	Land Baden-Württemberg
	35,611	Sparkassenverband Baden-Württemberg
	18,932	Landeshauptstadt Stuttgart
	4,923	L-Bank. Landeskreditbank Baden-Württemberg
	4,923	Sparkassen- und Giroverband Rheinland-Pfalz
BayernLB (inkl. SaarLB)	50	Freistaat Bayern
	50	Sparkassenverband Bayern
Landesbank Hessen-Thüringen	85	Sparkassen- und Giroverband Hessen-Thüringen
	10	Land Hessen
	5	Freistaat Thüringen
Landesbank Berlin	100	Landesbank Berlin Holding AG
HSH Nordbank	35,38	Freie Hansestadt Hamburg
	19,96	Land Schleswig-Holstein
	18,05	Sparkassen und Giroverband Schleswig-Holstein
	26,61	Sieben Trusts, die von J.C. Flowers & Co. LLC beraten werden

Quelle: VÖB.

DIW Berlin 2009

Rolle des Staates in der Krise

Der öffentlich-rechtliche Sektor des deutschen Bankensystems ist aus einem historischen Prozess hervorgegangen. Dabei wurde den staatlichen Kreditinstituten ein öffentlicher Auftrag etwa bei der Förderung des Sparsinns, der Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen sowie bei der Finanzierung öffentlicher Aufgaben zugesprochen. Derzeit befindet sich der deutsche Bankensektor in einer massiven Umbruchphase. Dies gilt nicht nur für die Landesbanken, sondern auch für die privaten Großbanken. Durch krisenbedingte Fusionen ist bereits jetzt der Konzentrationsgrad gestiegen; der Wettbewerb wird

geringer. Zugleich kommt dem Staat, dem staatlichen Eigentum und den staatlichen Bürgschaften eine wachsende Bedeutung zu.

Grundsätzlich ist Eigentum mit Rechten und Pflichten verbunden. In der öffentlichen Diskussion werden die staatlichen Eingriffe in das Finanzsystem vielfach einfach der staatlichen Haftung gleichgesetzt. Dies greift zu kurz. Staatliches Eigentum geht auch mit staatlichen Veräußerungs-, Verfügungs-, Gestaltungs- und Kontrollrechten einher. Die aktive Wahrnehmung von staatlichen Gestaltungsrechten in der Krise könnte indes zu einer sinnvollen Umgestaltung des bestehenden Gesamtsystems beitragen; Synergieeffekte könnten genutzt werden. Dies gilt umso mehr, als sich die großen privatwirtschaftlichen Geschäftsbanken mit ähnlichen Problemen wie die Landesbanken konfrontiert sehen: Landesbanken wie auch einzelne private Banken suchen den Schutz des von der Bundesregierung für den Bankensektor bereitgestellten Rettungsschirms. Bislang sind massive Auflagen der Bundesregierung gegenüber den Banken kaum zu erkennen. Auch tritt die Bundesregierung bislang nicht moderierend in dem Diskussionsprozess um die Fusion einzelner Landesbanken auf. Vielmehr wird den Bundesländern aber auch den anderen beteiligten Interessengruppen immer noch eingeräumt, ihre Partialinteressen zu verfolgen.

Anders verhält sich dagegen die EU-Kommission. Die Milliardenspritzen aus öffentlichen Mitteln für kränkelnde Landesbanken, aber auch für private Geschäftsbanken, werden von der EU-Kommission mit Auflagen versehen. In der Regel ging es in der Vergangenheit dabei darum, dass Restrukturierungspläne vorgelegt werden mussten.¹¹ Inzwischen ist der Ton schärfer geworden. Zuletzt forderte die EU-Kommission sowohl für die notleidende WestLB als auch für die in massive Turbulenzen geratene HSH Nordbank nicht nur ein tragfähiges neues Konzept. Mit auf der Agenda stehen auch die deutliche Reduktion der Geschäftstätigkeit und der Verkauf in einem offenen Bieterverfahren.

Bisherige Krisenbewältigungsstrategien

Die Landesbanken sind systemisch relevante Kreditinstitute. Inzwischen setzen sie auf die Reduktion ihrer Geschäftstätigkeit, insbesondere auf dem Interbankenmarkt. Von März 2008 bis März 2009 sank die Bilanzsumme der Landesbanken um etwa 24 Milliarden Euro (1,2 Prozent). In der Diskussion um die Zukunft der Landesbanken wird vor

¹¹ So zum Beispiel von der seit langem notleidenden WestLB, www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/west-lb-eu-genehmigt-milliardenspritze_aid_298522.html.

allem auf die weitere Konsolidierung, eine mögliche Privatisierung und eine Zurückführung der Geschäftstätigkeit auf das sogenannte Kerngeschäft vorgeschlagen. Dabei ist davon auszugehen, dass das Kerngeschäft einer öffentlich-rechtlichen Bank sich in Zukunft massiv von dem Kerngeschäft einer privaten Geschäftsbank zu unterscheiden hat. Ist das Geschäftsmodell einer fortbestehenden Landesbank allein auf die Gewinnerwirtschaftung gerichtet, so gibt es keinen Grund für die öffentliche Haftung. Gewinnerwirtschaftung stellt keinen öffentlichen Auftrag dar. Damit stellt sich die Frage, was genau das Kerngeschäft von Landesbanken sein könnte. An dieser Stelle werden im Allgemeinen zwei Geschäftsfelder genannt: die Funktion der Landesbanken als Zentralbank der Sparkassen und die Finanzierung des Mittelstandes, insbesondere bei seinem Auslandsgeschäft. Zu beachten ist gerade bei dem letzten Argumentationsstrang, dass der deutsche Mittelstand nur zu einem gewissen Prozentsatz Auslandsgeschäfte durchführt. Damit wäre die Rolle zukünftiger Landesbanken auf internationalen Kapitalmärkten außerordentlich begrenzt.

Auswege

Der Staat hat im Zuge der Finanzkrise zu einem nicht unwesentlichen Teil die Verantwortung und Haftung für Bankaktivitäten übernommen. Ohnehin kommt dem staatlichen Eigentum an Kreditinstituten in Deutschland eine große Bedeutung zu. Diese staatlichen Eigentumsrechte wurden in der Vergangenheit dezentral von Kommunen und Bundesländern wahrgenommen. In der aktuellen Krise ist darüber hinaus das Bundesfinanzministerium durch die (Teil-)Verstaatlichung von systemrelevanten Kreditinstituten zu einem wichtigen Spieler auf dem Finanzmarkt geworden. In diesem Rahmen wurden auch einzelnen Landesbanken Mittel zur Refinanzierung oder Bürgschaften bereitgestellt. Diese Mittel sollten verstärkt mit Auflagen verbunden werden – nicht zuletzt, um den bislang massiv von Partikularinteressen geprägten Diskussionsprozess um die Zukunft der Landesbanken in geordnete und Erfolg versprechende Bahnen zu lenken. Offenbar ist die Bundesregierung hier als Moderator und Beschleuniger gefragt. Angesichts der tiefgreifenden Krise der Landesbanken bieten sich für einen solchen geordneten Restrukturierungsprozess vor allem drei zentrale Ansatzpunkte.

Eine Sparkassen-Zentralbank etablieren

Diese Aufgabe könnte von einem einzigen Zentralinstitut wahrgenommen werden. Diese Bank könnte auch den Mittelstand bei seinen Geschäften im Ausland begleiten. Die damit verbundene Konso-

lidierung bei den Landesbanken muss auch mit richtungsweisenden Strukturveränderungen einhergehen. Dies betrifft nicht nur eine Reorientierung bezüglich der Geschäftsfelder. Wesentlich scheint auch, die Corporate-Governance-Strukturen zu stärken.

Säulenübergreifende Fusion zulassen

Angesichts des Ausmaßes der Bankenkrise und des staatlichen Engagements im privaten Bankensektor scheint es nicht mehr zeitgemäß, über singuläre Lösungen für die einzelnen Säulen des Bankensystems nachzudenken. Vielmehr bietet es sich an, integrierend zu wirken. Denn die großen privaten Geschäftsbanken sind vielfach mit ähnlichen Problemen wie der Landesbankensektor konfrontiert. Vor diesem Hintergrund könnten gemeinsame Problemlösungsstrategien entwickelt werden. Ohnehin ist es geboten, dass der Staat die ihm übertragenen Eigentumsrechte an den privaten Banken aktiv wahrnimmt. Eine simple Reduktion der erworbenen staatlichen Eigentumsrechte auf die staatliche Haftung greift zu kurz.

Integration in den europäischen Finanzmarkt forcieren

Bislang wird versucht, die Probleme des deutschen Bankensektors in erster Linie auf der nationalen Ebene zu lösen. Vor dem Hintergrund der voranschreitenden europäischen Finanzmarktintegration ist es ratsam, die einzelstaatlichen Maßnahmen zu koordinieren. In diesem Rahmen sollte weit über die bisherigen Absichtserklärungen auf der politischen Ebene hinausgegangen werden und endlich Taten folgen. Dazu gehört auch die Etablierung einer schlagkräftigen europaweiten Finanzaufsicht.

Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector

by Dorothea Schäfer and Klaus F. Zimmerman

Abstract

With banking sectors worldwide still suffering from the effects of the financial crisis, public discussion of plans to place toxic assets in one or more Bad Banks has gained steam in recent weeks. The following paper presents a plan how governments can efficiently relieve ailing banks from toxic assets by transferring these assets into a publicly sponsored work-out unit, a so-called Bad Bank. The key element of the plan is the valuation of troubled assets at their current market value – assets with no market would thus be valued at zero. The current shareholders will cover the losses arising from the depreciation reserve in the amount of the difference of the toxic assets' current book value and their market value. Under the plan, the government would bear responsibility for the management and future resale of toxic assets at its own cost and recapitalize the Good Bank by taking an equity stake in it. In extreme cases, this would mean a takeover of the bank by the government. The risk to taxpayers from this investment would be acceptable, however, once the banks are freed from toxic assets. A clear emphasis that the government stake is temporary would also be necessary. The government would cover the Bad Bank's losses, while profits would be distributed to the distressed bank's current shareholders. The plan is viable independent of whether the government decides to have one centralized Bad Bank or to establish a separate Bad Bank for each systemically relevant banking institute.

Under the terms of the plan, Bad Banks and nationalization are not alternatives but rather two sides of the same coin. This plan effectively addresses three key challenges. It provides for the transparent removal of toxic assets and gives the banks a fresh start. At the same time, it offers the chance to keep the cost to taxpayers low. In addition, the risk of moral hazard is curtailed. The comparison of the proposed design with the Bad Bank plan of the German government reveals some shortcomings of the latter plan that may threaten the achievement of these key issues.

Diskussionspapiere/
Deutsches Institut für
Wirtschaftsforschung;
897
Berlin, 30. Mai 2009

1 Introduction

Public discussion concerning the structural dislocation of the global financial system continues unabated. With the escalation of the financial crisis in the fall of 2008, many economists advocated internationally coordinated steps to recapitalize the banking sector. The recapitalization of distressed banks via public funds as well as the creation of Bad Banks for toxic assets were both proposed early on, yet the international community continues to debate potential solutions.¹ While a general consensus on the principles for the reorganization of global financial markets was reached at the G-20 conference in Washington D.C. on November 15, 2008, the implementation of concrete measures was not addressed until the G-20 conference in London on April 2, 2009.

Efforts to master the crisis have fallen short so far. Measures have been primarily implemented at a national level, if they have been implemented at all. As in many other countries, the bank rescue package in Germany has only been partially successful. The package's provisions for the sale of toxic assets have hardly been taken advantage of to date. The debate in Germany concerning the structural reforms necessary as a result of the crisis has drawn renewed attention to existing weaknesses such as the question of whether Germany needs another internationally competitive mega-bank or the still unresolved issue of the economic purpose of the 7 federal state banks (*Landesbanken*). These public banks are partly owned by either one or several German federal states and partly by savings banks. Several Landesbanken have invested large amounts of money into structured products that became toxic in the course of the financial crisis.

Against this backdrop, it seems advisable to maintain a clear separation between the plans for the removal of toxic assets and the plans to address other structural issues. The creation of Bad Banks is becoming ever more necessary. The government must confront the problems at hand with a proactive industrial policy so that it can retreat from interventionist measures as quickly as possible. At the same time, the necessary structural adjustments must soon be implemented at private

¹ cf. Zimmermann, K. F. 2008: "Coordinating International Responses to the Crisis", in Eichengreen, B., B. Richard (eds.), *Rescuing Our Jobs and Savings: What G7/8 Leaders Can Do to Solve the Global Credit Crisis*. The booklet is published on <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/2340> and is documented in German in Schäfer, D. (Ed.): *Finanzmärkte im Umbruch: Krise und Neugestaltung*, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung 1-2009, DIW Berlin, pp. 167–209. Zimmermann, K. F. et al.: *Europas Bankenkrise: Ein Aufruf zum Handeln. Führende Ökonomen rufen Europa zu schnellem Vorgehen in der Finanzmarktkrise auf*. Documented in the same issue, pp. 210–212. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2008/09: *Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken*, www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de.

and public banks; German banks must quickly regain their function as sources of credit and as institutes which serve the real economy, in order to counteract the cyclical downturn.

In this paper, we analyse how a Bad Bank plan can be efficiently designed and evaluate existing proposals, in particular the Bad Bank plan of the German government. In order to be efficient, a Bad Bank plan has to address three key challenges. It has to provide for the transparent removal of toxic assets and give the remaining Good Banks a fresh start. At the same time, the cost to taxpayers has to be kept to a minimum. Finally, the risk of future moral hazard has to be curtailed. The key element of the plan is the valuation of troubled assets at their current market value – assets with no market would thus be valued at zero. The current shareholders will cover the resulting losses. Under the plan, the government would bear responsibility for the management and future resale of toxic assets at its own expense and recapitalize the Good Bank by taking an equity stake in it. The risk to taxpayers from this investment would be acceptable, however, once the banks are freed of their toxic assets. A clear emphasis that the government stake is temporary would also be necessary. The government would cover the Bad Bank's losses, while profits would be distributed to the distressed bank's current shareholders. Either a separate Bad Bank can be created for each systemically relevant banking institute, or one central Bad Bank with a separate account for each institute. Under the terms of our proposed plan, Bad Banks and nationalization are not alternatives but rather two sides of the same coin. Although we refer mainly to the German situation, the elements of the plan will work in other countries as well.

The rest of the paper is organized as follows. Section 2 evaluates the situation of German banks in terms of capitalization. In section 3, Bad Bank solutions of the past are studied and prerequisites for success are examined. Section 4 develops a classification scheme for existing and planned Bad Bank solutions. We develop in Section 5 the efficient design for a public Bad Bank. Section 6 evaluates the German Government's Bad Bank proposal. Section 7 concludes. Two simple numeric examples illustrate the working of both Bad Bank plans in the Appendices.

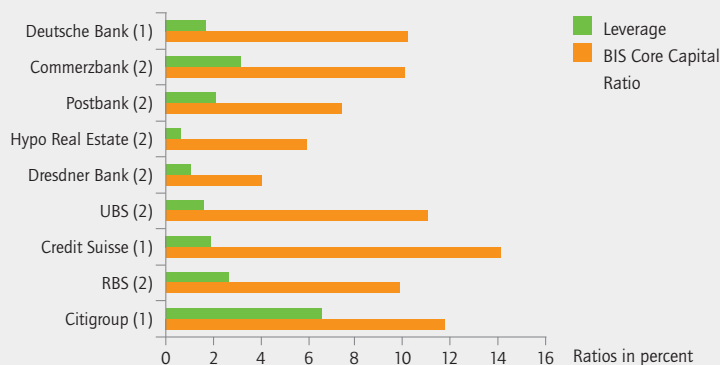
2 Weak Capital Basis of German Banks

The capital bases of German banks are seriously endangered by the high quarterly writedown of asset values. A lasting return of confidence cannot be expected without the removal of the troubled securitized assets plaguing the system, which largely have their origin in the US mortgage markets. Figure 1 displays equity capital to assets and core capital ratios

(in percent) for a selection of large banks. Figure 2 displays this data for a selection of German federal state banks (*Landesbanken*). Some of these banks have already accepted government assistance in order to stay above the minimum core capital ratio of 4 percent.²

According to the *Bundesbank*, the total capital including reserves held by all German banks is approximately 415 billion euros.³ Estimates of the total incurred losses from toxic assets vary at present between 200 and 300 billion euros – in other words, between 8 and 12 percent of German GDP. The president of the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) recently amounted toxic assets in German banks' balance sheets to 180 to 200 billions euros.⁴ During the Swedish bank crisis in the early 1990s, write-downs amounted to more than 12 percent of GDP. Losses of this magnitude – by no means unrealistic in the present crisis – would seriously erode the capital bases of German banks.

Figure 1: Selected Commercial Banks



1 Reporting date: 31 March 2009

2 Reporting date: 31 December 2008

Leverage is measured as equity capital to assets.

Source: Data compiled by the German Institute for Economic Research (DIW) based on the most recent available financial statements. DIW Berlin 2009.

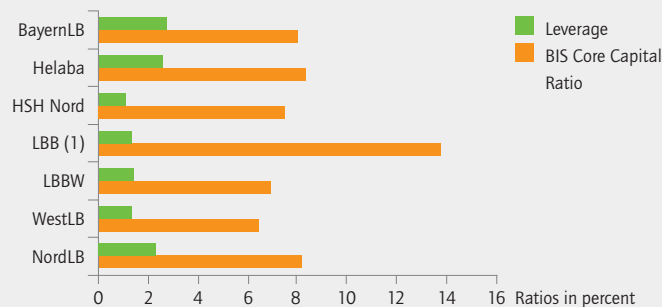
2 Following the intensification of the financial crisis, many have advocated that a bank's core capital should comprise at least ten percent of its risk-adjusted assets. Financial experts view an equity capital to assets relationship of 4 to 5 %, and thus a leverage ratio of 25:1 and 20:1, as acceptable for a credit institute. In recent years, leverage ratios of 30:1 for hedge funds have been normal. Nine months before it was shut down by the government in January 1998, the US hedge fund Long Term Capital Management had a leverage ratio of 25:1 (see <https://treas.gov/press/releases/reports/hedgfund.pdf>, p. 12).

3 Consolidated balance sheet for German monetary financial institutions (MFIs) from the German central bank's European System of Accounts (see <http://www.bundesbank.de/download/statistik/bankenstatistik/S101ATIB01013.PDF>).

4 Markus Zydra, Sanio warnt und droht, *Süddeutsche Zeitung*, 20.05.2009.

The worsening capital position of the banks has a number of consequences with destabilizing feedbacks for financial markets and the real economy. Regulatory authorities in Germany are forced to close a bank if its core capital quota falls below 4 percent. The threat of imminent bank closures is a source of insecurity for market participants and isolates the affected banks from capital flows. In addition, banks are forced to limit the amount of credit they provide if they lack the necessary equity capital. This increases the chances that companies outside the banking sector will have excessive difficulty obtaining credit for their operations. The US savings & loan crisis in the 1980s demonstrated that under the threat of bankruptcy, managers of over-indebted banks are prone to risky behavior in attempt to rescue their institutions from failure.⁵ Such risky behavior is known as “gambling for resurrection”. It is encouraged by the fact that limited liability saves bank managers from incurring potential losses themselves.⁶

Figure 2: German Federal State Banks (Landesbanken)



Reporting date is 31 December 2008; Leverage measured as equity capital to assets.

1 applies to RVG Group. The Landesbank Berlin (LBB) Holding, which is part of RVG group reported a core capital ratio of 8 percent in the first quarter of 2009. The acquisition company of savings banks (S-Erwerbsgesellschaft) acquired the LBB Holding jointly with its partners Regionalverbands-gesellschaft mbH (RVG, general partner) and DSGV (limited partner) in 2007.

Abbreviations: BayernLB = Landesbank of Bavaria, Helaba = Landesbank of Hesse and Thuringia, HSH Nordbank = Landesbank of Schleswig-Holstein and city state Hamburg, LBB = Landesbank Berlin, LBBW = Landesbank of Baden Württemberg, WestLB = Landesbank of North Rhine Westphalia, NordLB = joint Landesbank of Lower Saxony, Saxony Anhalt and city state Bremen. Leverage measured as equity capital to assets.

Source: Data compiled by the German Institute for Economic Research (DIW) based on the most recent available financial statements. DIW Berlin 2009

5 cf. Federal Deposit Insurance: The Banking Crises of the 1980s and Early 1990s: Summary and Implications, www.fdic.gov/bank/historical/history/3_85.pdf, see <http://www.fdic.gov/bank/historical/history/> (last update 6/5/2000).

6 Freixas, X., B. M. Parigi, J.-C. Rochet. 2003: *The Lender of Last Resort: A 21st Century Approach*, Working Paper Series 298, European Central Bank.

3 The Bad Bank Solution

The creation of one or more Bad Banks represents a way of overcoming this dilemma.⁷ A Bad Bank purchases or takes over troubled loans or securities and then attempts to restructure and manage these assets in a way that maximizes their value. Once the banks are freed from troubled assets and the need to constantly write down asset values, the negative effects associated with the threat of bankruptcy, a reduction in lending due to a lack of capital, and the readiness to take risks at the expense of creditors and the general public can be minimized or eliminated. However, Bad Banks do have two drawbacks. First, capital is needed to create a Bad Bank – potentially in very large amounts. Second, there may be considerable losses at the end of a Bad Bank's life. Additional costs will result if the conditions for the purchase of toxic assets represent an incentive for banks to rely on government bailouts in the future. Historical examples show a wide spectrum of different variants of Bad Banks. The particular plan that is selected determines the current and future expenses borne by taxpayers when the Bad Bank is established.

3.1 Historical Examples of Bad Banks

The special handling of troubled assets is not uncommon in the day-to-day activities of the banking world. For example, non-performing corporate loans are typically transferred to a work-out department.⁸ In the case of large loan amounts, the individual lenders form creditor pools in order to prevent coordination failures and a sudden withdrawal of lenders that can force a financially distressed firm into bankruptcy.⁹ In the past, work-outs have often resulted in loans being converted into share capital.¹⁰ A Bad Bank is essentially a work-out department on a much larger scale. When the illiquid assets on the banking industry's books endanger the entire financial system, a Bad Bank has often been the solution of choice.

7 Zimmermann, K. F. 2009: **Letzter Ausweg Bad Bank?** Commentary in DIW Berlin Weekly Report No. 6/2009.

8 Schäfer, D. 2002: Restructuring Know How and Collateral, *Kredit und Kapital* 35, pp 572–594.

9 Brunner, A. and J. P. Krahnen. 2008: "Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring", *Review of Economic Studies* 75(2), pp. 415–442. Hubert, F. and D. Schäfer. 2002. "Coordination Failure with Multiple Lending, the Cost of Protection Against a Powerful Lender", *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158(2), p. 256ff.

10 Schäfer, D. 2003: "Die „Geiselhaft“ des Relationship-Intermediärs: Eine Nachlese zur Beinahe-Insolvenz des Holzmann-Konzerns", *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 4(1), pp. 65–84.

At the end of the 1980s, more than 1,000 savings & loan institutions in the United States were threatened by insolvency due to financing with divergent maturity dates in connection with high interest rates for depositors but comparatively low rates on mortgage lending.¹¹ In 1989, the Resolution Trust Corporation (RTC) – a Bad Bank – was founded. The RTC was set up with government funding and to a limited extent with money from private investors. Between 1989 and 1995, the RTC took over 747 bankrupt S&Ls with a book value of 394 billion dollars. The S&L bailout cost US taxpayers a total of 124 billion dollars, 76 billion of which fell to the RTC.¹²

In the early 1990s, Sweden attempted to master its banking crisis with several asset management companies. The two most important Bad Banks – Securum and Retriva – were set up by the Swedish government. Some 3,000 non-performing loans that had been extended to 1,274 troubled companies were transferred from Nordbanken – which had been completely taken over by the government – to Securum. This corresponded to 21 percent of the bank's asset portfolio. Retriva, for its part, took over 45 % of Gota Bank's assets shortly after the bank was nationalized.¹³

Nordbanken, which took over Gota Bank in 1993, is known today as Nordea Bank, of which the Swedish government still holds a 19.9% stake.¹⁴ In 2007, the revenues from several sources, dividends, selling of stock and a rising value of the government's remaining equity stake, finally offset the cost of the bailout. That the bailout eventually paid for itself is attributable to the success of Sweden's Bad Bank plan in minimizing losses on troubled assets.¹⁵

In 2001, a Berlin based bank holding company known as the Berliner Bankgesellschaft was threatened with bankruptcy due to the returns it had guaranteed to real-estate fund investors. The *city-state of Berlin* prevented the closure of the holding company – which also owned Berlin's federal state bank (*Landesbank*) and savings bank (*Sparkasse*) – by tak-

11 More than 1,600 banks went bankrupt or required government assistance between 1980 and 1994.

12 Curry T. and L. Shibut. 2000: *The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences*, FDIC Banking Review, www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf.

13 Ingves, S. and G. Lind. 1996: *The Management of the Bank Crisis – in Retrospect*, Quarterly Review Sveriges Riksbank 1/1996, pp. 5–18.

14 See <http://www.nordea.com/Investor%2bRelations/Nordea%2bshare/Shareholders/85732.html> (access on the 5th of May 2009).

15 Ketzler, R. and D. Schäfer. 2009: *Nordische Bankenkrisen der 90er Jahre: Gemischte Erfahrungen mit „Bad Banks“*, DIW Berlin Weekly Report No. 5/2009, pp 87–99.

ing control of it and providing credit guarantees worth over 21.6 billion euros.¹⁶

In 2006, the newly founded Berliner Immobilien Holding (BIH) took over several troubled real-estate funds.¹⁷ The former Berliner Bankgesellschaft was thus effectively separated into a Bad Bank (BIH) and Good Bank (Landesbank Berlin). In 2007, the city-state of Berlin managed to sell its 81% stake in the Landesbank Berlin for 4.7 billion euros. BIH has hitherto invested some two billion euros in the re-purchase of shares and the refurbishment and improvement of its properties.¹⁸ Additional investments are planned. The goal is to make its property inventory so attractive that potential buyers will be willing to take over the guarantees provided by Berlin.

Yet in recent years, ailing institutions have also made use of Bad Banks as a method for repairing the balance sheets without governmental interference. Between 2003 and 2005, Dresdner Bank transferred 35.5 billion euros in toxic loans and shares which had lost strategic relevance to a so-called Institutional Restructuring Unit (IRU).¹⁹ In 2008, WestLB, the Landesbank partially owned by the state of North Rhine-Westphalia, founded a consolidation vehicle named “Phoenix” in Dublin, Ireland. As an off-balance-sheet special purpose vehicle (without a banking license), Phoenix has already taken over assets with a book value of 23 billion euros. The owners have guaranteed these assets for five billion euros.²⁰ In total, WestLB is planning to hive off assets with a book value of some 80 billion euros.²¹

16 The city-state of Berlin provided 87.5% of the necessary capital increase of 2 billion euros. Berlin thus increased its stake from 56.6% to 80.95%. Parion, an insurer, saw its stake reduce following the capital increase to 2.27% (from 7.5%). The percentage of free-floating shares fell from 15.89% to 5.93% following the capital increase. www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,160057,00.html.

17 According to an article in the February 2007 issue of the German magazine “Berliner Wirtschaft,” the takeover was finalized for the symbolic sum of one euro. The takeover included 29 closed funds with an original investment value of approximately 10 billion euros and more than 500 properties. The holding company had 26 employees including managers, while the real-estate investment companies controlled by the holding company employed a total of 517 people, www.bih-holding.de/bih/aktuelles/BIW_Wirtschaft_BIH_Febr2007.jpg

18 cf. Börsen-Zeitung dated October 2, 2008. **Berlin startet Verkauf der BIH Immobilien Holding, Investmentbank gesucht – Altlast der Bankgesellschaft.**

19 <http://www.dresdner-bank.de/dresdner-bank/presse-center/>

20 Communication from the Commission on the Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector, Annex 2, http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/impaired_assets.pdf

21 According to Irish press reports, Dublin was selected due to tax considerations and the local availability of financial and restructuring expertise.

3.2 Prerequisites for the Success of a Bad Bank

Realistically, it must be assumed that a Bad Bank will produce a loss in the end. If these losses remain low, they can be more readily compensated for by an appreciation in value in other areas – for example, through the increased worth of a government stake in the rescued banks. The government has a good chance of recouping its investment in a Bad Bank if the following prerequisites are fulfilled:

- ▶ Troubled assets have been purchased/taken over at a low price
- ▶ Active management of these assets is possible
- ▶ Financial experts are involved who know how to deal with such assets
- ▶ Time is available
- ▶ A clear governance structure has been implemented

If a market price for an asset does not exist, then the bank being relieved of the asset has an informational edge over the buyer. In this state of affairs, “lemon market” effects are likely. An ailing bank will only transfer assets to a Bad Bank which have a value below the agreed-upon average price.²² As a result, the Bad Bank pays inflated prices and generates losses. In this scenario, an excessive burden is also borne by the taxpayer in the recapitalization of the banking sector.

The restructuring of the acquired assets requires active management. This includes conducting negotiations with debtors, debt rescheduling and, if necessary, debt reductions in order to avoid default. Clearly identifiable and accessible partners in the negotiation process are thus essential for the effective management of troubled assets.

Another key element in this regard is the creation of attractive investment packages for potential buyers, possibly with government financial support. If the government does not have sufficient access to specialized knowledge for the effective restructuring and management of assets, taxpayers may be forced to cover disproportionately high losses, despite a purchase price that accurately reflects the underlying value of the illiquid assets. Generally, the acquisition of financial experts for the formation of a Bad Bank is no simple task, as there is a shortage of individuals with the requisite expertise, even at the international level.

22 Akerlof, G. A. 1970: “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics* 84(3), pp. 488–500.

The pool of individuals with experience in managing troubled assets is small.²³

Fire sales to cover a shortage of liquidity may place downward pressure on asset prices and minimize sale proceeds. If a Bad Bank lacks sufficient capital to wait for an opportune moment to sell its assets, it will incur unnecessarily high losses. Excessive costs for taxpayers can also be expected if a clear governance structure has not been defined (for decision-making, monitoring and accountability). The executive managers in charge of a Bad Bank should be able to conduct operations and make decisions regarding the sale or restructuring of assets autonomously, and without being absorbed by issues that only arise because of conflicts of interest between the government and banks.

4 Methods of Capitalization and Organizational Structure

The amount of capitalization required by a Bad Bank is essentially determined by two factors: operating costs and acquisition costs. When a low price is paid for the acquired troubled assets, this not only minimizes the risk of future losses but also keeps the initial capital requirements of the Bad Bank low.

The source of financing determines whether the government or private sector provides the required start-up funding. The need for liquid funds depends on how the banks being freed of their troubled assets will be “paid.” Liquid funding is not immediately required if a “payment” is made with government securities. However, in this regard the amount of the write-downs and a possible need to re-capitalize the bank are contingent upon whether the book value of the distressed assets exceeds the book value of the government securities provided in exchange.

If the government provides 100 percent of the financing – whether in the form of liquid capital or government securities – future losses suffered by the Bad Bank must be borne first by the taxpayer. The greater the amount paid initially for the troubled assets, the higher the risk of future losses. The participation of the private sector in absorbing these losses can be achieved through negotiation once the Bad Bank’s final

²³ The shortage of qualified experts is demonstrated by the recurrent involvement of Jan E. Kvarnström, the former director of the Swedish bank Securum. He managed Dresdner Bank’s IRU; according to press reports, worked on behalf of the German government to manage the sale of KfW’s stake in IKB; and helped to manage six billion euros in structured securities held by IKB, cf. von Buttlar, H. and N. Luttmer. 2009: *Der schwedische Bankenlotse*, Financial Times Deutschland, 24 January.

operating result is forthcoming. Alternatively, fixed terms for the distribution of losses can be agreed upon in advance. Such terms cannot foreclose all possibility of future renegotiation, however. In this way, the government is subject to the hold-up problem. This latent threat of potential ex post exploitation rises in direct relation to the amount of funding initially provided to establish the Bad Bank.²⁴

A Bad Bank plan can be implemented in a centralized or decentralized manner. Under a decentralized plan, each troubled bank is split into its own good and Bad Bank. Under a centralized plan, all distressed assets in the banking sector are deposited in a single Bad Bank. If one Bad Bank were established for each of the three main pillars of the German banking industry – i. e. for the credit unions, savings banks and private banks – this would also qualify as a centralized Bad Bank plan. Mixed solutions that combine private and public sector funding as well as centralized and decentralized organizational features are also conceivable.

4.1 Classification of Historical Precedents and Proposed Models

The Table below organizes known Bad Bank examples and current proposals according to the source of capitalization and organizational form. As the Table shows, the majority of known Bad Banks have been established based on a decentralized organizational model. Retriva and Securum (Sweden) as well as BIH (Berlin) were founded through the subdivision of a bank threatened with insolvency into a good and Bad Bank. In all three of these cases, the government provided the funding for the Bad Bank and also recapitalized the Good Bank in exchange for a shareholder stake.

In each case, the distressed assets were also transferred to the Bad Bank in a single transaction. This effectively circumvented the need to engage in subsequent negotiations for the distribution of bailout costs. At the same time, a government stake in the Good Bank is necessary for losses to be recouped and for the possibility of a net taxpayer gain, or at least to break even, further down the road.

²⁴ The "hold-up problem" is a term that is known from contract theory and from behavioral finance. See Williamson, O. E. 1979: "Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations", *Journal of Law and Economics* 22(2), pp. 233–262.

Table

Classification of Bad Banks According to their Capital Source²⁵ and their Mode of Organization – Historical Examples and Proposals

Source of Capital Created as	Public	Mixed	Private
Centralized Bad Bank (one Bad Bank for all ailing banks)	USA – S&L Crisis 1989–1995: RTC	Financial Market Crisis 2007/2008: Public-private Partnership (USA)	
Mixed Bad Bank (neither centralized nor decentralized)	Financial Market Crisis 2007/2008: Bad Bank model of the Association of German Banks: Unique account for each bank	Financial Market Crisis 2007/2008: Multiple, competing public-private partnerships (USA)	
Decentralized Bad Bank (an ailing bank creates its own Bad Bank)	Swedish Bank Crisis 1992: Securum, Retrieva Berlin – 2001 near insolvency of “Berliner Bankgesellschaft”: BIH Financial Market Crisis 2007/2008: Phoenix (WestLB) Financial Market Crisis 2007/2008: German Government’s proposal		“Mini” Bank Crisis in Germany, 2003/04 in the aftermath of the “new economy” bust IRU (Dresdner Bank)
	Purchase/Takeover of toxic assets		Exchange of toxic assets for secure bonds
	Swedish Bad Banks Securum and Retrieva USA: RTC Berlin: BIH		German Government’s proposal: Government bonds and covering of losses by shareholders over time Bundesbank proposal: Equalization claim with debtor warrant Association of German Banks’ proposal: Gov. securities and final accounting with “fair distribution of burdens”

Source: DIW Berlin 2009

²⁵ Capitalization is also classified as public if banks receive government bonds instead of money in exchange for toxic assets. Government bonds are simply an alternative way of financing the purchase of toxic assets.

4.2 Successful historical examples

Sweden's Bad Banks, Securum and Retriva, managed to limit losses on non-performing assets. A successful resolution also appears to be on the horizon for Berliner Immobilien Holding.²⁶ With the application of the principle that the stockholders should bear losses first, it was possible to secure relatively low prices for the acquired assets. This circumvented potential "lemon market" effects. At the same time, there were no incentives established for shareholders to rely on the expectation of government assistance in the future. The partners involved in negotiations for the restructuring of the troubled assets were clearly identifiable and accessible, ensuring that assets could be managed actively and effectively. In Sweden and Berlin, the government drew on the expertise of external consultants with distressed asset management experience. The allocation of sufficient funding prevented the premature sale of assets at prices below their future market value. As both the good and Bad Banks were partially or completely in government hands in each case, no conflict of interest developed between the government and private banks. For this reason, it can be assumed that the management had considerable autonomy over operative decisions.

4.3 Proposed Models for the Current Crisis

The gray boxes designate proposed models for the current crisis. As the Table shows, the proposals under discussion are often of a "mixed" form. In the US, the Geithner plan relies on public-private partnerships for the purchase of toxic assets. The original US plan foresaw the creation of a central fund for the acquisition of distressed assets. The latest proposals involve numerous funds with mixed financing. Economists have recently suggested that funds should compete with each other to acquire assets from individual banks and government share capital.²⁷

The German government's Bad Bank plan proposes a special purpose vehicle (SPV) for each participating bank. The SPV would transfer government bonds at some discount to the participating bank in exchange for the toxic assets (see Section 6 for a detailed discussion). The proposal made by the Association of German Banks (BdB), in which an

²⁶ The amount of money still to be invested in order to make the properties of BIH attractive enough for potential buyers is estimated to remain lower than the proceeds from the sale of Landesbank Berlin.

²⁷ Bebchuk, L. 2009: Buying Troubled Assets, Discussion Paper No 636, 4/2009, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Harvard Law School, and Bebchuk, L. 2009: Jump-Starting the Market for Troubled Assets, www.forbes.com/2009/03/03/troubled-assets-relief-opinions-contributors_bad_bank.html.

account would be set up for each bank in need of assistance, is aimed at establishing a government-funded Bad Bank with a mixed organizational structure. It must be noted, however, that mixed solutions are particularly susceptible to conflicts of interest and unclear governance structure.

5 Efficient Design for a Public Bad Bank

5.1 Objectives

A public Bad Bank must be in a position to address numerous challenges. First, the transparent removal of troubled assets is necessary in order to ensure that the rescued bank has real prospects for a fresh start. Second, the costs of the bailout for the taxpayer should be minimized. Third, no incentives or new opportunities for opportunistic behavior in the future should be created. To do this, the implemented Bad Bank model should limit the potential for “hold-up” problems while emphasizing to shareholders and executives that entrepreneurial failure is a real possibility.

The toxic assets currently plaguing the German banking system are for the most part complex mortgage-backed securities originating in the US housing market. The anonymity of the US-based original borrowers and the large number of intermediate institutions involved in the packaging and onward sale of these securities represent serious impediments to the identification of the relevant counterparties for debt restructuring. Hence, there are fewer instruments available for restricting the Bad Bank’s losses than in the past. Basically, the tools are limited to the purchase price, the securing of additional time to sell assets at an opportune moment and the governance structure.

5.2 Key Elements of the Bad Bank Design

The selected Bad Bank plan should consist of the following key elements in order to address the challenges:

- ▶ Troubled assets should be valued based on current market prices prior to their takeover by the Bad Bank. Troubled assets for which there is no market should be transferred to the Bad Bank at a zero price and therefore at zero cost for the government as the Bad Bank’s sponsor.
- ▶ The government should recapitalize the rescued bank (the remaining Good Bank) through the acquisition of a shareholder stake; in

extreme cases, the remaining Good Bank should be taken over by the government.

- ▶ The Bad Bank should be funded by the government. External experts should be entrusted with the management and future sale of the troubled assets at the government's expense. If a profit remains after the proceeds from holding the troubled assets until expiration date and/or selling them to the market have materialized and operating costs have been deducted, these profits should be distributed to the former shareholders.
- ▶ The government should announce its commitment to the future re-privatization of its stake in the rescued bank. When establishing a Bad Bank, the government should make a binding commitment to how long it has to sell its shares in the Good Bank following the closure of the Bad Bank.
- ▶ All "systemically relevant" banks should be identified and required to participate in the plan.

The takeover of toxic assets by the government at zero cost and the corresponding writedown of assets will create transparency, avoid the high expense of pricing distressed assets, and will insure that shareholders are the first ones to bear the cost of failure.²⁸ The risk of moral hazard will also be effectively limited. A zero-cost acquisition is also justified based on the fact that the active management of the troubled assets is impaired by their complex structure. This approach will also keep the Bad Bank's initial capital requirements at a minimum.

With the value of their toxic assets written down to zero, a number of banks will no longer meet the legislated core capital requirement. The government should take a stake in these banks in order to recapitalize them. The prior removal of troubled assets will limit the risk taken on by the government and provide good prospects for the appreciation of its investment. The government's risk of loss (through the Bad Bank) and opportunity for success (through the rescued Good Bank) would thus be clearly separated from one another. This would also contribute to transparency.

²⁸ The European Commission has proposed valuing the troubled assets prior to their transfer on the basis of their inherent value. This would be a very difficult task, however, due to the complexity of the assets. Communication from the Commission, I.C.

The government should bear the costs of running the Bad Bank and ensure that sufficient capital is available so that assets can be held until their date of maturity or an opportune moment for their sale. The risk of exploitation for the party providing the initial capital would be limited by the acquisition of the assets at zero cost. The rule that profits of the Bad Bank should be returned would ensure that the former shareholders are not forced to suffer any unfair losses from the transfer of the troubled assets to the Bad Bank.²⁹ In addition, proceeds from the resale of the government's stake in the rescued bank would be used to cover the taxpayer's initial investment for recapitalizing the Good Banks and for possible losses incurred by the Bad Bank. In this case, the government would have no incentive to delay the resale of the stake it had taken in the rescued bank. Appendix 1 shows a simple example of how the proposed design would work.

At the very most, the amount of funding that the government will need to provide to recapitalize the banking sector will equal the losses that accrue from the write-down of troubled assets – i. e. somewhere between 200 and 300 billion euros for Germany. The one-off set-up costs and annual operating costs for the Bad Bank have to be added to this.

5.3 German Landesbanken

The proposed design for a Bad Bank provides the opportunity of solving the long lasting problem of too many weak Landesbanken in Germany. These publicly owned regional banks are particularly affected by the financial turmoil. The majority of them is extremely debt-ridden and lacks a reliable business model.

Under the plan, a depreciation of the toxic assets' book value according to their zero market value reduces initially the equity of the Landesbanken shareholders – the federal states and the savings banks. A centralized Bad Bank created by the German government for all ailing Landesbanken takes over the toxic products at a value of zero – and provides for further exploitation at its own expense. Each Landesbank has a separate account at the Bad Bank. At the same time, the German government recapitalizes the remaining Good Banks, if possible together with the savings banks. In extreme cases, this operation can result in a complete takeover by the consortium of the German government and the savings

²⁹ This idea also forms the basis of the debtor warrant in the Bundesbank's proposed model. If the shareholders have in fact surrendered the assets at a price lower than their market value, they can recover the difference through a debtor warrant.

banks. If the savings banks contribute to the recapitalization of the good Landesbanken, they receive a pre-emption right for the government's shares. If the savings banks are not available as an investor, the funds for the recapitalization have to come completely from the government. Deficits of the Bad Bank shall be borne by the German government; surpluses are transferred to the current shareholders, i.e. the federal states and the savings banks.

The Good Banks merge under pressure of their shareholders to one institution. If, after the end of the crisis, the pre-emption right is exercised, the savings banks take over the merger completely. The savings banks may have a strong incentive to become the majority owner. They are in need of a central institution and a clearing agent for their own operations. If the pre-emption right is not exercised, the government can privatize its shares without restrictions to private, co-operative or foreign-based banks.

Currently, at least four out of the seven Landesbanken are severely distressed. The German savings banks association already owns almost 100 percent of the Landesbank Berlin Holding AG, one of the three Landesbanken that are less affected by the crisis. If the savings banks took over the merger, the total number of remaining Landesbanken could be reduced to two. The same number of Landesbanken would evolve if the merger were sold to other banks. In the long run, the remaining two Landesbanken should also be privatized.

6 The Bad Bank Plan of the German Government

The German government's Bad Bank program follows a different agenda than the above proposed design. The two central principles of the proposed design are the provision of a fresh start and the spending of taxpayers' money only for shares of the Good Banks. Immediate disclosure and write-off of structured products related to sub-prime mortgages is indispensable for this purpose. Systemically relevant banks would be forced to become part of the program, depreciate and restore their capital basis. Using government money for restoration is compulsory if private funds are not available.

In contrast, in the government's Bad Bank plan, government bonds are used to compensate the bank for the transfer of the toxic assets to the Bad Bank. These bonds burden the taxpayers' with future debt owned by the participating bank. In addition, the program allows for the distribution of the losses over time and for a voluntary participation.

If a bank participates it would establish a special purpose vehicle (SPV) – a Bad Bank – that does not require a banking license. The SPV receives the troubled securities at a 10 percent discount from the book value. The discount would be reduced if the write-offs cut the core capital ratio to a level below 7 percent. In return the SPV would transfer a bond in the amount of the discounted book value to the bank. The state, via its bank rescue fund SoFFin, would guarantee the value of the bond at some cost to the bank. On behalf of the state, SoFFin would charge a fee for this insurance service. The secure bonds do not qualify as risk-weighted assets, and can be pledged as collateral in exchange for a new credit from the ECB.

Independent experts (e.g. accountants) would determine a so-called *fundamental value* in a two-step procedure. In the first step, the present value of the assets is derived based on expected future cash flows. From this value, a premium is deducted,³⁰ presumably, to cover for the risk of false valuation. The *fundamental value* would need confirmation by the banking supervisory authority.³¹ The bank is indebted to the SPV in the amount of the difference between the transfer value and the *fundamental value*. This debt is worked off by annuity payments over a period of 20 years at maximum. If the bank has not enough cash earnings it can compensate the SPV by shares.

At closure date the bank receives cash as the SPV pays off the government bond. If the SPV would produce a loss in the end³², either because the default risk of the structured products turned out higher than originally assumed, or because the assets were sold at a price below the *fundamental value*, the bank's future earnings would go to the fiscal budget until the deficit is balanced. Possible gains of the SPV would be redistributed to the common equity shareholders. Appendix 2 shows a simple example that illustrates how the German government's Bad Bank plan works in principle.

Our proposed design and the government's plan coincide if the *fundamental value* is set to zero, and if the differential payment would be due

30 Ministry of Finance, Entwurf eines Gesetzes zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_69116/DE/BMF/_Startseite/Aktuelles/Aktuelle_Gesetze/Gesetzesentwurfe_Arbeitsfassungen/130509_Entw_BadBank.html?__nnn=true (access on the 22nd of May 2009)

31 Either the Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) or the Bundesbank, or both institutions may be in charge.

32 The SPV would be liquidated after the asset with the highest maturity has expired, or, alternatively, the last asset has been sold.

immediately. In this case, the Bad Bank would become shareholder of the Good Bank to the extent the bank hands over shares to the SPV. In line with our Bad Bank design the taxpayers' hold-up risk would then be zero. In contrast, a high *fundamental value* implies that the mass of the taxpayers' compensation for handing over secure bonds is prolonged for at least 20 years. Future contingencies may render the enforcement of the intended gradual loss realization by shareholders a difficult task. Because of this enforcement problem, the taxpayers' risk of being held-up remains high.

In theory the *fundamental value* in the government plan does not determine the amount of subsidies that ailing banks receive (see the equal total losses in terms of present values for shareholders in both examples shown in the Appendices). However, the supposed zero impact on the taxpayers' total engagement may create an incentive for external experts to value the toxic assets too high.

In contrast to our concept the government's Bad Bank plan implies a balance sheet extension beyond the original amount. Public recapitalization of the bank is not intended. Thus, in the absence of private funds for additional equity capital, a participating bank would need to finance new business loans by issuing new debt. Such balance sheet extension reduces the core capital ratio. However, a weakening capital basis creates its own problems for regaining stability in the banking sector. There is the expectation that investors and depositors want banks to strive for a higher core capital ratio instead for a lower one. Thus, it remains an open question whether participating banks would indeed increase lending under the government's Bad Bank plan. In addition, imagine that in the course of building the new financial market architecture, the Basel II framework was adjusted in a way that a bank's leverage affects the capital requirements. Such adjustment would at least partly neutralize the intended unlocking of equity capital, and would create additional pressure to recapitalize banks.

Another problem is that the German government intends to make the Bad Bank plan optional. Systemically important banks may gamble for resurrection in the sense that they dump the Bad Bank plan in order to avoid disclosure of losses and simply hope for better times. However, with such behavior, uncertainty would remain in the market as neither the value of assets nor the amounts of hidden losses of some large banks were disclosed. The comeback of trust into the business models of the banking sector would most likely be undermined.

Finally, the lacking intention of the central government to become a shareholder of the ailing Landesbanken is a severe obstacle to their consolidation. Mergers can be achieved much more easily if the party with the strong will to arrange the merging has also a strong shareholder position in the merger targets. However, in contrast to our own Bad Bank plan, the German government's plan fails to provide for an instrument that brings the central government in a strong shareholder position.

7 Conclusion

Under the terms of the plan, a Bad Bank and nationalization are not mutually exclusive alternatives but rather two separate policy options that complement one another. The plan avoids mixed proposals with unclear governance structures and uncertainties about the banks' capacity of raising a sufficient volume of capital. The question as to whether a single bank or multiple Bad Banks should be established is of secondary importance provided the basic plan selected ensures that: (1) distressed banks are freed of troubled assets and are given a fresh start; (2) the taxpayer is not unnecessarily burdened; and (3) moral hazard and other negative incentives are avoided. Furthermore, in order to provide a foundation for the rescued banks to pursue a sustainable business model, a new regulatory framework for capital markets must be enacted.

Historically, most bank plans have followed a decentralized model (i. e. multiple Bad Banks). The total assets of the systemically relevant banks currently impacted by the crisis and the oft-cited heterogeneity of the toxic assets plaguing the system also lead to the belief that no benefits of scale would be gained by a centralized Bad Bank solution. To implement the plan and bailout the banking system, the government will need a considerable volume of capital immediately, which is the primary drawback of our proposed plan.

The implementation of a Bad Bank plan has to go hand in hand with building a new financial market architecture. The boundary problem in the financial sector³³ implies that banks may stop supporting a new regulatory framework as soon as Bad Banks are created and their balance sheet problems are solved.

33 Brunnermeier, M., Crockett, S., Goodhart, C. Persaud A, and Shin, H. (2009), The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva Report on the World Economy.

Appendix 1: Example of how the proposed Bad Bank design works

The following simple example illustrates how the proposed design of a Bad Bank plan works. Costs for establishing and running the Bad Bank are neglected for simplicity.

Assume that the bank has total assets of 1000 originally. Toxic assets amount to 100. The rest are liquid assets. The bank has equity capital of value 100 and debt of value 900 (Table 1a). Note that all stocks and flows in the tables represent present values.

Table 1a

Balance sheet of bank prior to the transfer of toxic assets

Assets		Liabilities	
Toxic Assets	100	Equity (Core Capital)	100
Liquid Assets	900	Debt	900
Total Assets	1000	Total Liabilities	1000

The toxic assets with zero market price are written off completely (Table 1b). This step results in a complete wipeout of the ailing bank's capital basis (−100). If no private funds were available, the government would invest in shares of the Good Bank and restore the capital basis in the amount of 90 (Table 1b and 1c). The fresh equity capital of 90 can be used to grant new business loans. The balance sheet has contracted to the amount of 990.

Table 1b

Write-off and recapitalization of the Good Bank

Asset side		Liability side	
Devaluation of assets according to their zero market value	−100	Reduction of Core Capital (write-off)	−100
New business loans (new risk-weighted assets)	90	Fresh equity capital from the state	90
Difference Total Assets	−10	Difference Total Liabilities	−10

Table 1c**Balance sheet of Good Bank post to the transfer of toxic assets and recapitalization**

Assets		Liabilities	
New business loans	90	New Core Capital (held by the state)	90
Liquid Assets	900	Original Debt	900
Total Assets	990	Total Liabilities	990

Table 1d**Bad Bank balance sheet prior to expiration (selling) date of toxic assets**

Assets		Liabilities	
Toxic Assets	0	Debt	0
Total Assets	0	Total Liabilities	0

Table 1e**Bad Bank's final balance sheet**

Assets		Liabilities	
Selling price of Toxic Assets	50	Equity (=Gain distributed to shareholders)	50
Total Assets	50	Total Liabilities	50

Total loss for shareholders: 50

The Bad Bank takes in the toxic assets without being subject to future payment obligations (Table 1d). Imagine that the selling price of the toxic assets (or alternatively, the true value of the received total cash flows) turns out to be 50. Then, the final balance sheet of the Bad Bank (Table 1e) would show a gain of 50 to be distributed to former shareholders. Thus, the total loss of shareholders amounts to 50. Privatization of the government's shares in the Good Bank would compensate the taxpayer for providing the funds for recapitalization in the amount of 90. Note that the assumed toxic assets' true value of 50 percent is a fairly high number. The *ECONOMIST*, for example, reported that Merrill Lynch received in July 2008 only 22 cents on the dollar for a portfolio of Collateralized Debt Obligations (CDOs) from hedge fund Lone Star.³⁴

³⁴ Thain Takes the Pain, *THE ECONOMIST*, July 31, 2008. In addition, Merrill Lynch had to finance 75 percent of the deal by loans to the assets' buyer.

Appendix 2: Example of how the German government's Bad Bank plan works

The following analogous example illustrates how the German government Bad Bank plan works in principle. The original balance sheet of the ailing bank is equivalent. Note that the government invests again the amount of 90 for rescuing the bank. However, in the German government's plan the state uses the funds to compensate the bank for giving up their toxic assets.

Table 2a

Balance sheet prior to the transfer of toxic assets			
Assets		Liabilities	
Toxic Assets	100	Equity (Core Capital)	100
Liquid Assets	900	Debt	900
Total Assets	1000	Total Liabilities	1000

The German government plan imposes a discount of 10 from the original book value of the toxic assets (Table 2b). The resulting write-offs cut the equity capital by the same amount. Let's assume that the independent accountants fix the fundamental value at the level of 60. Therefore, in terms of present value, the bank transfers at the expense of its equity the additional discount of 30 to the Bad Bank over the next 20 years (Table 2b and Table 2d).

Table 2b

Adaptions of balance sheet items after adopting the Bad Bank plan			
Asset side		Liability side	
Discount prior to exchange by bonds	-10	Reduction of Core Capital (write-off)	-10
		Reduced book value minus fundamental value	-30
		New debt for paying the difference: payment over 20 years as annuity	30
Difference Total Assets	-10	Difference Total Liabilities	-10

Table 2c

Balance sheet post to the transfer of toxic assets			
Assets		Liabilities	
Bonds with reduced book value	90	Remaining Core Capital	60
Liquid Assets	900	Original Debt	900
		New debt	30
Total Assets	990	Total Liabilities	990

Table 2d

Bad Bank balance sheet prior to expiration (selling) date of toxic assets			
Assets		Liabilities	
Fundamental Value Toxic Assets	60	Debt	90
Annuity payment from bank	30		
Total Assets	90	Total Liabilities	90

Table 2e

Bad Bank's final balance sheet			
Assets		Liabilities	
Selling price of Toxic Assets	50	Debt	90
Annuity payment from bank	30		
Residual loss to be covered by shareholders	10		
Total Assets	90	Total Liabilities	90

Total loss for shareholders: 50

The Bad Bank takes in the toxic assets for their fundamental value of 60 and hands over insured government bonds of value 90 in exchange (Table 2d). Assume that the Bad Bank uses zero bonds that expire after 20 years for this purpose. Those bonds can be used as collateral for an ECB loan that is needed to finance the additional discount of 30. The bank's balance sheet contracts to a volume of 990 after the toxic assets are transferred and parts of the equity are swapped for debt (Table 2c).

With an equivalent selling price as in the above example, the final balance sheet of the Bad Bank (Table 2e) would show a residual deficit of 10, after paying off the expired zero bonds to the bank. With this amount the bank's shareholders would be still indebted to the taxpayers.

Good & Bad Banks sauber trennen

von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann

Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann ist Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin). Er ist außerdem Direktor des Bonner Instituts zur Zukunft der Arbeit (IZA) und lehrt als Professor an der Universität Bonn und als Honorarprofessor an der Freien Universität Berlin. PD Dr. Dorothea Schäfer ist Forschungsdirektorin Finanzmärkte des DIW Berlin und lehrt an der Freien Universität Berlin.

Ökonomen Blog:
Die Stimme der ökonomischen
Vernunft.
(Veröffentlicht 8.5.2009)
www.insm-oekonomenblog.de

Es muss mindestens fünf vor zwölf sein, wenn der Chef des Internationalen Währungsfonds, Dominique Strauss-Kahn, die Beseitigung der toxischen Papiere aus den Bankbilanzen zur Priorität vor den weltweiten Konjunkturpaketen macht und Bundeskanzlerin Merkel Bad Banks zur Chefsache erklärt. Aber noch immer wird die Thematik nicht mit der nötigen Konsequenz angegangen.

Eine Bad Bank ist vor allem aus zwei Gründen notwendig: Zum einen wegen der Unsicherheit der Marktteilnehmer über die Ausfallrisiken der toxischen Papiere und daraus resultierend, über die Werthaltigkeit der Bankbilanzen. Zum anderen wegen dem quartalsweise wiederkehrenden Wertberichtigungsbedarf durch die toxischen Papiere und die dadurch anhaltende Bedrohung des Eigenkapitals der Bank. Es ist schwer vorstellbar, dass sich der Markt für die toxischen Papiere wiederbelebt. Zudem sind wahrscheinlich die Ausfallrisiken bei diesen Papieren hoch.

Das DIW Berlin hat kürzlich ein Modell vorgelegt (Wochenbericht Nr. 13/2009 des DIW Berlin), mit dem eine saubere Trennung in Good und Bad Banks gelingen kann. Kernpunkte sind eine Wertberichtigung der Problemaktiva auf den gegenwärtigen Marktwert. Für die unverkäuflichen, toxischen Papiere beträgt dieser null. Der Wertberichtigungsbetrag reduziert das bilanzielle Eigenkapital. Damit tragen die Altaktionäre den Verlust aus den Fehlinvestitionen. Der Staat übernimmt die Papiere zum Marktwert – toxische Papiere zum Wert von null – und sorgt auf eigene Kosten für die weitere Verwertung. Gleichzeitig rekaptalisiert er die Good Banks mittels Anteilserwerb. Das kann auch die vollständige Übernahme bedeuten. Die Beteiligungsrisiken sind jedoch nach Auslagerung der Problemaktiva für den Steuerzahler tragbar. Defizite der Bad Bank(s) gehen zu Lasten des Staates, Überschüsse werden an die Altaktionäre ausgeschüttet. Nach Ende der Krise werden die Anteile an den Good Banks schnellstmöglich reprivatisiert. Alle

systemrelevanten Banken müssen teilnehmen. Das Modell ist sowohl mit mehreren dezentralen Bad Banks als auch mit einer zentralen Bad Bank kompatibel.

Unter den Bedingungen des DIW Modells sind Bad Banks und (Teil-) Verstaatlichung keine Alternativen, sondern zwei Seiten ein und derselben Medaille. Die Bad Bank ermöglicht die Auslagerung fauler Wertpapiere aus der Bankbilanz in eine eigenständige Verwertungseinheit. Die Banken können so weitere Abschreibungen verhindern und unbelasteter wirtschaften. Der Staat konzentriert seine Mittel weitgehend auf die Kapitalisierung der Good Banks, anstatt sie für den Kauf von Aktiva zu verschwenden, deren Werthaltigkeit höchst zweifelhaft ist. Durch die Staatsbeteiligung erhalten die Banken frisches Kapital und der Staat direkten Einfluss. Die Gemeinschaft der Steuerzahler muss so zwar in Vorleistung gehen, aber hält auch die „Trümpfe in der Hand“. Sie bekommt zum einen werthaltige Beteiligungen an den Good Banks. Zum anderen kann sie am Ende der Laufzeit der toxischen Papiere eventuelle Überschüsse der Bad Bank an die Altaktionäre ausschütten, anstatt sich gegebene Gelder mühsam wieder zurückholen zu müssen.

Diese Vorgehensweise macht den Banken, ihren Aktionären und Managern klar, dass sie für den angerichteten Schaden zuallererst selbst aufzukommen haben. Das entspricht ordnungspolitischen Grundsätzen, wirkt disziplinierend und baut in der Zukunft einem übergroßen Risikoappetit vor. Letzteres ist dringend notwendig. Rückhalt für Rettungsaktionen in diesen Größenordnungen dürfen Politiker zwar erwarten, wenn es sich um einmalige Jahrhundertereignisse handelt, nicht aber wenn sich das jetzige Szenario alle 10 Jahre wiederholt.

Die Bundesregierung favorisiert nun jedoch ein Modell, das sehr viel anders konzipiert ist als das DIW Modell. Bei der so genannten Zweckgesellschaftslösung geht der Staat in Vorleistung, bekommt aber keinen einzigen Trumpf in die Hand. Eine Bank lagert ihr Schrottpapier an eine Zweckgesellschaft aus und übernimmt dafür eine staatlich garantierte Schuldverschreibung in Höhe des Buchwertes. Über die Laufzeit des Schrottpapiers muss die Bank eine Rückstellung bilden, die die Differenz zwischen Buchwert und Marktwert ausgleichen soll. Wenn also eine Bank ein toxisches Papier mit einem Buchwert von 100 Euro in der Bilanz stehen hat, dann gibt sie es zu diesem Wert an die Zweckgesellschaft ab und erhält im Gegenzug eine staatlich garantierte Schuldverschreibung über ebenfalls 100 Euro. Diese Schuldverschreibung wird durch eine staatliche Garantie abgesichert. Bei einem tatsächlichen Marktwert des Schrottpapiers von 30 Euro muss die Bank

somit eine Rückstellung im Wert von 70 Euro über die Laufzeit des Papiers bilden. Am Ende zahlt die Bank die Rückstellung an den Staat aus, um damit den Unterschied auszugleichen, zwischen den 100 Euro, die die Bank erhalten hat und den 30 Euro, die der Staat von der Bank bekommen hat. Der Steuerzahler würde so in der Tat nicht belastet. Soweit die Theorie, in der Praxis aber beinhaltet der Plan der Regierung einige Risiken:

- ▶ Rückstellungen, die dem Staat zustehen sind Fremdkapital. Das heißt der Staat ist Fremdkapitalgeber der Bank, aber kein Eigenkapitalgeber. Die logische Schlussfolgerung ist daher, dass mit dem Steinbrück'schen Modell das Eigenkapitalproblem der Banken nicht gelöst werden kann.
- ▶ Der Steuerzahler geht mit der Ausgabe der Staatspapiere und den Garantien in Höhe des Buchwertes in Vorleistung. Am Ende muss sich die Steuerzahlergemeinschaft das eingesetzte Geld zurückholen. Was aber passiert, wenn die Banken zum Rückzahlungszeitpunkt argumentieren, dass die hohen Zahlungen an das Staatsäckel ihre Kreditvergabefähigkeit gegenüber dem Mittelstand massiv einschränkt?
- ▶ Es entstehen private Banken mit staatlichen Garantien. In den USA haben die Immobilienfinanzierer Freddie Mac and Fannie Mae gerade lebhaft vor Augen geführt, wie diese Konstellation den Risikoappetit anheizt. Auch ein Großteil der Probleme der Landesbanken wäre ohne staatliche Gewährträgerhaftung möglicherweise nie entstanden.
- ▶ Das Problem der Festsetzung des Marktwertes der toxischen Papiere ist kaum lösbar. Mit der Höhe der Bewertungsspielräume steigen jedoch auch die Manipulationsmöglichkeiten. Wird der aktuelle Marktpreis zu hoch angesetzt, fällt die Rückstellung zu klein aus. Entsprechend klein wäre dann auch die Zahlung, die die Bank nach Ablauf eines Papiers an den Staat gibt, und entsprechend groß wäre der Verlust für den Steuerzahler.
- ▶ Das Prinzip der Freiwilligkeit macht den Staat bei der Festsetzung des Marktpreises erpressbar. Die Banken können dann ihre Teilnahme vom Marktpreis der toxischen Papiere abhängig machen. Will der Staat eine breite Säuberung der Bilanzen erreichen, ist eine Überbewertung vorprogrammiert.

Die Geschichte der Einrichtung von Bad Banks hat gezeigt, dass die Kosten für den Steuerzahler vor allem dann gering sind, wenn der Staat im Zuge der Einrichtung einer oder mehrerer Bad Banks auch Anteile an den Good Banks erhält. Unser Ansatz erlaubt eine transparente Befreiung von den Problemaktiva und eröffnet den Banken so einen aussichtsreichen Neustart, wie er in der gegenwärtigen Wirtschaftslage dringend geboten ist. Der Plan der Regierung ist demgegenüber mit weitaus mehr Unwägbarkeiten verbunden, vor allem für den Steuerzahler.



„Wir brauchen eine konsequente Bad Bank“

von Klaus F. Zimmermann und Dorothea Schäfer

Die Finanzkrise hätte als solche konsequent im Bankensektor bekämpft werden müssen. Wir haben dies immer wieder betont – erfolgreich umgesetzt wurde es bisher aber weder in den USA noch in Deutschland. Und nun ist es fünf vor zwölf, wenn der Chef des Internationalen Währungsfonds, Dominique Strauss-Kahn, dies zur Priorität sogar vor den weltweiten Konjunkturpaketen macht und Bundeskanzlerin Merkel es zur Chefsache erklärt.

Die angemessene Reaktion auf die Finanzkrise wären eine international koordinierte Flutung der Geldversorgung, niedrige Zinsen, die Garantie der Interbankenkredite und der Spareinlagen sowie die Bereitstellung von öffentlichem Eigenkapital an die Banken und die Herauslösung der Risikoaktiva in eine Bad Bank gewesen. Diesen Weg hat Deutschland nur unzureichend beschritten. Das deutsche Bankenrettungspaket war von Anfang an zu inkonsequent geschnürt. Die Chance, mit Bad Banks die dringende Sanierung des Landesbankensektors durchzusetzen, hat der Bund bislang nicht einmal gesucht.

Eine Bad Bank ist vor allem aus zwei Gründen notwendig: zum einen wegen der Unsicherheit der Marktteilnehmer über die Ausfallrisiken der toxischen Papiere und daraus resultierend über die Werthaltigkeit der Bankbilanzen. Zum anderen wegen des quartalsweise wiederkehrenden Wertberichtigungsbedarfs bei toxischen Papieren und der dadurch anhaltenden Bedrohung des Eigenkapitals der Bank. Es ist schwer vorstellbar, dass sich der Markt für diese Papiere wiederbelebt. Zudem sind die Ausfallrisiken dort wahrscheinlich hoch.

Das DIW Berlin hat kürzlich ein eigenes Modell vorgelegt, mit dem eine saubere Trennung in Good und Bad Banks gelingen kann. Kernpunkt ist eine Wertberichtigung der Problemaktiva auf den gegenwärtigen Marktwert. Für die unverkäuflichen toxischen Papiere beträgt dieser null. Der Wertberichtigungsbetrag reduziert das bilanzielle Eigenkapital. Damit tragen die Altaktionäre den Verlust aus den Fehlinvestitionen. Der Staat übernimmt die Papiere zum Marktwert – toxische Papiere zum Wert von null – und sorgt auf eigene Kosten für die weitere Verwertung. Gleichzeitig rekapitalisiert er die Good Banks mittels Anteilserwerb. Das kann auch die vollständige Übernahme bedeuten. Die Beteiligungsrisiken sind jedoch nach Auslagerung der Problemaktiva für den Steuerzahler tragbar. Überschüsse aus der Verwertung

Erschienen in:
Handelsblatt
vom 20. April 2009,
Ressort:
Der politische Gastkommentar

der Problemaktiva werden an die Altaktionäre ausgeschüttet. Nach Ende der Krise werden die Anteile an den Good Banks schnellstmöglich reprivatisiert. Das Modell ist sowohl mit dezentralen Bad Banks als auch mit einer zentralen Bad Bank kompatibel.

Der Bundesregierung schwebt nun vor, „toxische“ Papiere in den Bankbilanzen zu belassen und „momentan illiquide“ Papiere auf eine individuelle Zweckgesellschaft (dezentrale Bad Bank) auszulagern. Für die Ausfallrisiken dieser momentan illiquiden Papiere würde dann der staatliche Rettungsfonds (Soffin) – also der Steuerzahler – haften. Die Ausfallrisiken der momentan illiquiden Papiere sind vergleichsweise gering, so dass sich das Haftungsrisiko des Steuerzahlers tatsächlich in Grenzen hält.

Die „Schonung des Steuerzahlers“ scheint damit erreichbar, allerdings geht dies auf Kosten der zentralen Ziele bei der Einrichtung einer Bad Bank. Denn: Mit der Schaffung einer Bad Bank nur für illiquide Wertpapiere – wie von der Bundesregierung offenbar geplant – werden die Säuberung der Bankbilanzen und die Trennung in eine Good und eine Bad Bank nicht erreicht. Damit wird auch ein erfolgreicher Neustart der Nicht-Bad Bank erheblich erschwert oder gar unmöglich gemacht; von einer Good Bank könnte man kaum sprechen, da die Papiere mit Bezug zum amerikanischen Hypothekenmarkt in der Bilanz der Kernbank verblieben. Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die Werthaltigkeit der Bankbilanzen bleibt mit den toxischen Papieren bei den Kernbanken erhalten, genauso wie der quartalsweise anfallende Abschreibungsbedarf und die mangelnde Kapitalisierung der Kernbanken. So halbherzig wird die Finanzkrise also nicht zu lösen sein.

Die Geschichte der Einrichtung von Bad Banks hat gezeigt, dass die Kosten für den Steuerzahler vor allem dann gering sind, wenn der Staat im Zuge der Einrichtung einer oder mehrerer Bad Banks auch Anteile an den Good Banks erhält. Unser Ansatz erlaubt eine transparente Befreiung von den Problemaktiva und eröffnet den Banken so einen aussichtsreichen Neustart, wie er in der gegenwärtigen Wirtschaftslage dringend geboten ist.

Der Steuerzahler darf nie mehr Geisel der Banken werden

von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann

Das Gipfeltreffen in London sollte uns davor bewahren, in einigen Jahren erneut mit Banken wie der Hypo Real Estate oder Vergütungsskandalen wie bei AIG konfrontiert zu sein. Der Steuerzahler darf nie mehr zur Geisel der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems werden – gefangen auf der einen Seite von der Systemrelevanz einer Großbank, auf der anderen von einem schwerfälligen Insolvenzrecht, das den Dominoeffekt einer großen Bankenpleite nicht verhindern kann.

Ebenso wenig darf der Gesetzgeber zukünftig wieder in eine Situation kommen, in der er sich gezwungen sieht, unverdiente, letztlich durch Steuermittel finanzierte Manager-Boni wegzusteuern. Vorgänge dieser Art setzen das Vertrauen auf marktwirtschaftliche Regeln aufs Spiel.

Im November 2008 haben die G20-Staaten eine Erklärung unterschrieben, wonach „alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktteilnehmer einer Regulierung oder angemessenen Überwachung“ zu unterwerfen sind. In London sind die Gipfelteilnehmer im Zugzwang, den Absichten konkrete Beschlüsse folgen zu lassen. Dabei muss zwar auch der Einstieg in die Regulierung von Hedgefonds, Finanzinvestoren und Ratingagenturen gelingen, aber die erste Priorität liegt auf der Stärkung der Widerstandskraft der großen international tätigen Banken und der Vermeidung von Koordinationsversagen auf gesamt- und einzelwirtschaftlicher Ebene.

Systemisch relevante Banken brauchen mehr Eigenkapital. Das Regelwerk Basel II könnte die Keimzelle einer international koordinierten Anstrengung sein. (Basel II bezeichnet die Gesamtheit der Eigenkapitalvorschriften, die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht erarbeitet wurden und seit 2007 in der EU gelten. Im Kern wird vorgeschrieben, je riskanter ein Kredit ist, desto mehr muss er mit Eigenkapital unterlegt werden. Anm. der Redaktion). Das Basler Projekt hat vorgemacht, wie einheitliche Regulierungsstandards über nationale Grenzen hinweg zu etablieren und durchzusetzen sind. Will man bei der Stärkung der Banken auf bereits Erreichtem aufbauen, muss freilich endlich auch die USA den Basler Eigenkapitalvorschriften beitreten. Anderenfalls droht dem gesamten Projekt Basel II das Aus, und man muss nicht nur bei Ratingagenturen und Hedgefonds neu anfangen, sondern auch bei der Durchsetzung risikogerechter Eigenkapitalvorschriften. Einen

Erschienen in:
Sächsische Zeitung
vom 1. April 2009,
Gastkommentar

solchen Rückschritt kann sich in Zeiten, in denen die internationale Koordinierung auf den Finanzmärkten immer dringender wird, niemand leisten.

Das heißt aber nicht, dass Basel II keine Weiterentwicklung benötigt. Die bisherige Blindheit der Eigenkapitalvorschriften gegenüber Banken mit Finanzierungshebeln im Stile von Hedgefonds ist künftig nicht mehr hinnehmbar. Ähnliches gilt für die Ignoranz von Basel II gegenüber einem Zuviel an Kurzfriskrediten, die in langfristiges Kreditersatzgeschäft gesteckt wurden.

Zwar ist die Fristentransformation die ureigenste Aufgabe von Banken, aber ihrer exzessiven Form mittels Verbriefungs- und Interbankenmarkt muss ein Riegel vorgeschoben werden. Auch die komplizierte Struktur von Basel II und die dadurch verursachte Abhängigkeit von Ratingagenturen gehört auf den Prüfstand. Die Baseler Grundidee freilich, wonach Banken umso mehr Eigenkapital halten müssen, je riskanter ihre Aktivitäten sind, bleibt richtig. Sie muss unterfüttert werden durch einfachere Produkte, die Einbeziehung der vielen „Schattenaktivitäten“ außerhalb der Bilanz und durch grundsätzlich höhere Eigenkapitalniveaus.

Das amerikanische Finanzministerium hat jüngst Bereitschaft erkennen lassen, den Banken höhere Eigenmittel zu verordnen. Die Europäer sollten die Gelegenheit nutzen und die USA in London auf eine gemeinsame Reform von Basel II verpflichten. Beim zweiten wichtigen Baustein für widerstandsfähigere Banken, dem Vergütungssystem, haben die USA die Wende ebenfalls bereits vollzogen. Die Verständigung auf langfristig orientierte Vergütungsstrukturen sollte daher möglich sein.

Die besten Regeln nutzen freilich nichts, wenn man sie nicht durchsetzen kann. London muss nicht nur die Grundpfeiler der neuen Weltfinanzmarktordnung fixieren, sondern auch die Zersplitterung der Aufsichten auf der Ebene unterhalb der Staatengemeinschaft beenden. Der Internationale Währungsfonds wird wohl bei Prävention und Krisenmanagement mehr Kompetenzen bekommen.

Ebenso ist erkennbar, dass die Versammlung aller Aufseher, das Financial Stability Forum, erweitert und in seiner Funktion als Initiator von Regulierungsstandards gestärkt wird. Dennoch ist es kaum vorstellbar, dass sich die G20 Staaten auf einen mächtigen Weltregulator mit umfassenden Aufsichts- und Eingriffsrechten für alle systemisch relevanten Institute einigen.

Noch liegt die Aufsicht in den USA bei vielen Behörden mit separaten Zuständigkeiten für Versicherungen, Wertpapierfirmen und Banken. Da die Einteilung der Finanzmärkte in diese klar abgegrenzten Geschäftsfelder aber längst überholt ist, können sich die Finanzinstitute für jedes Produkt die bequemste Regulierung aussuchen.

Noch sind die Aufsichtsorgane in Europa vorwiegend national organisiert. Große Banken, Hedgefonds und Versicherungskonzerne machen ihre Geschäfte aber längst über alle Grenzen hinweg und suchen sich dafür den Standort mit den geringsten Beschränkungen heraus. Die Amerikaner sind traditionell besonders misstrauisch gegenüber geballter Behördenmacht. Dennoch sind sie mit der Ankündigung einer einheitlichen Aufsichtsbehörde für alle großen Finanzkonglomerate über ihren Schatten gesprungen.

Dagegen nimmt sich die Verlautbarung der Europäer, die transnationalen Gremien für Versicherungs-, Wertpapier und Bankenaufsicht zukünftig enger zusammenarbeiten zu lassen, geradezu fahrlässig zaghaf aus. Eine einheitliche europäische Finanzmarktaufsicht für systemrelevante Institute ist überfällig.

Transparenz bei allen Finanzmarktaktivitäten herzustellen ist ein weiteres Muss dieses Finanzgipfels, sie darf aber nicht zum Selbstzweck mutieren. Ohne konkretes Ziel und ohne das entsprechende Werkzeug zum Eingreifen bleibt ihre Forderung ein reines Placebo ohne langfristige Wirkung. Die Gipfelteilnehmer sollten auch eine Vorstellung dafür entwickeln, wie ein Insolvenzrecht für internationale Finanzkonzerne aussehen kann, das System gefährdende Auswirkungen vermeidet, Aktionäre, Manager und Gläubiger aber dennoch diszipliniert.

Die Staatengemeinschaft betritt hier Neuland. Die Insolvenz von Lehman Brothers hat eindrucksvoll bewiesen, dass auch das auf Restrukturierung und Weiterführung ausgerichtete US-amerikanische Chapter 11 nichts taugt, wenn es um eine international eng verflochtene Bank geht.

London wird nur wenige Baustellen der neuen Finanzmarktarchitektur fertigstellen können. Essenziell für die Glaubwürdigkeit des Gipfels ist daher ein verbindlicher Plan für die weitere Verfahrensweise. Nach dem Washingtoner Katalog von Einzelmaßnahmen sollte in London ein Schwerpunkt auf der Festlegung von Grundlinien liegen, mit denen die Umsetzung der Beschlüsse auf der Arbeitsebene gesteuert werden kann. Prinzipiell sollte es zweitrangig sein, welcher Vorschlag den Vorrang erhält, solange das anvisierte Ziel erreicht wird. Finanzmarktkrisen

grundsätzlich den Garaus zu machen ist nicht möglich. Aber geeignete Strukturreformen können ein Déjà-vu verhindern. Das genau ist die Aufgabe des Londoner Gipfels.



Ohne Hilfe geht nichts

von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann

Wenn Banken nicht genug Kapital haben, muss der Staat zahlen. Sonst springt die Wirtschaft nie an.

Basel II war immer ein ungeliebtes Kind. Das Ansinnen, für jeden Kredit einen Eigenkapitalpuffer entsprechend seines Ausfallrisikos vorhalten zu müssen, bereitete Banken und Mittelstand gleichermaßen Kopfzerbrechen. Während sich viele kleine Banken um die Kosten des Ratings sorgten, fürchteten Mittelständler, Kredite wegen schlechter Bewertung versagt zu bekommen. Mehr als zwei Jahre nach dem Start, mitten in der schwersten Finanzmarktkrise wird nun der Ruf lauter, das gesamte Projekt Basel II zu Grabe zu tragen.

Gegen das Regelwerk wird vor allem die Konjunkturabhängigkeit der Eigenkapitalanforderungen ins Feld geführt. In Krisenzeiten verschlechtern sich die Ratingnoten der Kreditkunden und die Banken müssen mehr Kapital für jeden bereits vergebenen Einzelkredit vorhalten. Für neue Kredite müsste zusätzliches Kapital aufgetrieben werden. Das gerade aber ist inmitten einer Krise schwierig. Mehr Interesse an Bankaktien gibt es naturgemäß nur in guten Zeiten. Ausgerechnet dann aber braucht die Bank die Mittel gar nicht, denn die Noten der Kunden sind gut und der Eigenkapitalbedarf ist somit gering.

Der Kapitalbedarf ist im Abschwung hoch und im Aufschwung niedrig. Reicht das aus, um Basel II auszusetzen oder zu Basel I zurückzukehren, wie das mancherorts gefordert wird? Wohl kaum. Zwar ist es in der momentanen Krise gerade für Banken in der Tat kaum möglich, privates Kapital aufzutreiben. Ein Grund, ihnen zu erlauben, noch weniger Eigenkapital vorzuhalten, ist das aber nicht. Eher trifft das Gegenteil zu: Die Banken brauchen gerade jetzt mehr, viel mehr Eigenkapital. Wenn die Kreditqualität im konjunkturellen Abschwung auf breiter Front sinkt, müssen sie „etwas zuzusetzen“ haben. Genau das verlangt Basel II.

Weil aber privates Kapital in der gegenwärtigen außerordentlichen Situation fehlt, muss der Staat einspringen und den Banken helfen, den höheren Kapitalanforderungen gerecht zu werden. Stärker kapitalisierte und damit krisenfestere Banken lassen sich nun mal nicht durch Aussetzen der Kapitalstandards erreichen. Kurzfristig muss der Staat höher ins Obligo gehen, um Mittel für die Entschuldung der Banken und für deren Stabilisierung bereitstellen zu können. Gelingt eine

Erschienen in:
Die Welt
vom 25. März 2009,
Gastbeitrag

angemessene Entschuldung und Stabilisierung des Bankensektors, so wird auf mittlere bis längere Frist auch wieder genügend privates Kapital bereitstehen, um die Staatsbeteiligungen abzulösen.

Auch die zweite zentrale Kritik, die Nichtverhinderung der Zweckgesellschaften außerhalb der Bilanz, trifft Basel II zu Unrecht. Die neuen Basler Richtlinien sind zum Jahresbeginn 2008 verbindlich geworden. Zu diesem Zeitpunkt existierten die Zweckgesellschaften längst und IKB und Sachsen LB waren bereits untergegangen. Mit Basel II hat die Aufsicht aber endlich ein Instrument in die Hand bekommen, außerbilanzielle Vehikel wieder in die Bilanz zurückzuholen. Daher sollte das Instrument gestärkt und der Aufsicht das Personal zur Durchsetzung ermöglicht werden. Keinesfalls aber sollte man ihr das Handwerkszeug gleich wieder aus der Hand schlagen.

Kaum beherrschbare, weil extrem aufgeblähte Bilanzen sind ein drittes Problem, das auf den Nägeln brennt. Weder Basel I noch Basel II kennen eine Handhabe gegen durch Fremdkapital getriebene Bilanzverlängerung. Eine Abkehr von Basel II würde an diesem Problem daher wenig verändern. Nur die Unterlegung exzessiver Hebelfinanzierung mit Eigenkapital im Rahmen einer Weiterentwicklung von Basel II kann hier dauerhaft Abhilfe schaffen. Kurzfristig ist eine Verbesserung der Bilanzrelationen ohnehin nur zu erreichen, wenn die Problemaktiva wertberichtigt in eine Bad Bank ausgelagert und die Good Bank anschließend vom Staat rekapitalisiert wird.

Alles in allem spricht viel für eine gezielte Weiterentwicklung der Basler Vorschriften. Neben der Berücksichtigung der Hebelfinanzierung stehen mehr Einfachheit und eine höhere Eigenverantwortung der Banken bei der Risikobeurteilung ganz oben auf der Agenda. Die Idee, Banken in schlechten Zeiten zu mehr Eigenkapital zu verpflichten und in guten Zeiten eine laxere Gangart zu erlauben, bleibt richtig. Basel II muss in Zukunft nur sicherstellen, dass Banken selbst das „Fett“ ansetzen können, von dem sie dann zehren können. Boni und Dividenden werden allein deshalb nicht mehr so reichlich fließen können wie in der Vergangenheit.

„Struktur vor Konjunktur“ auf dem „Gipfel der Gipfel“

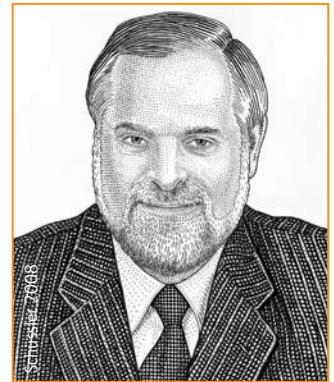
von Klaus F. Zimmermann

Mehr als 75 Jahre nach dem großen Krisengipfel im Juni 1933 ist London in dieser Woche wiederum der Ort, an dem die Staats- und Regierungschefs der Welt nach einer Lösung aus einer übermächtigen Weltwirtschaftskrise suchen. Damals trafen sich Delegationen aus 66 Nationen, heute sind es die Regierungsspitzen der G20. Seit der Eskalation der Finanzkrise im vergangenen Herbst und der zunehmenden Infektion der Weltwirtschaft jagen rastlose Politiker von Gipfel zu Gipfel. Vor dem Treffen in London, das den Charakter eines „Gipfels der Gipfel“ bekommen hat, sind deshalb die Erwartungen enorm.

Trotzdem haben sich im Vorfeld sehr unterschiedliche Positionen festgemacht: Amerika erwartet von der Welt größere Konjunkturprogramme zur Bekämpfung der Rezession, Europa fordert eine Konzentration auf eine neue Weltfinanzordnung und China drängt auf die Schaffung einer neuen Leitwährung. Das hat das Potenzial so zu enden wie 1933 in London – ohne Ergebnis und im Desaster. Mit schlimmen Folgen und einem lang anhaltenden Siechtum der Weltwirtschaft. Wer sich übernimmt, wird auch heute im Unverbindlichen stecken bleiben. Der Kern der Krise muss rasch angepackt werden.

Schon im November 2008 haben die G20-Staaten bei einem ersten Gipfeltreffen eine Erklärung unterschrieben, wonach „alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktteilnehmer einer Regulierung oder angemessenen Überwachung“ zu unterwerfen sind. Danach sind regional eigenständige Lösungen immer wieder mit dem Hinweis auf dieses Treffen vertagt worden. In London sind die Gipfelteilnehmer deshalb jetzt im selbst auferlegten Zugzwang, den Absichten konkrete Beschlüsse folgen zu lassen. Erste Priorität liegt auf einer institutionellen Stärkung der großen, international tätigen Banken und der Vermeidung des Koordinationsversagens auf gesamt- und einzelwirtschaftlicher Ebene.

Amerika wird eine Weltregulierungsbehörde nicht zulassen – sie ist auch nicht erforderlich. Regionale Lösungen sind unvermeidbar, aber auch überlegen. Sie hätten längst angegangen werden können. Dieser Verzug hat die Krise verschärft. Auch wird ignoriert, dass sich die Weltwirtschaft nicht durch Konjunkturprogramme – auch nicht durch globale – aus dem gegenwärtigen Schlamassel ziehen lässt. Sie können bestenfalls das Problem lindern. Weiter geht es erst, wenn die



DIW Wochenbericht
14/2009,
S. 236,
Kommentar

explodierte Strukturkrise im Finanzsektor hinreichend repariert wurde. Dazu müssen die Grundprinzipien der neuen Finanzordnung überzeugend verabschiedet werden und nationale, wie internationale Sanierungen des Bankensektors vorangetrieben werden. Nur so können die Banken wieder zu ihrer normalen Rolle in der Wirtschaft zurückfinden. Struktur geht deshalb vor Konjunktur. Bleibt dies unbeachtet, droht Protektionismus.



Bad Bank: Staat soll toxische Papiere zum Null-Wert übernehmen

von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann

Angesichts der ausbleibenden Stabilisierung des Bankensektors in Deutschland konzentriert sich die öffentliche Diskussion immer mehr auf die Möglichkeiten zur Auslagerung der Problemaktiva in Bad Banks. Dazu wird hier ein Modell vorgestellt. Kernpunkte sind eine Wertberichtigung der Problemaktiva auf den gegenwärtigen Marktwert. Dieser liegt für unverkäufliche Aktiva bei null. Die Wertberichtigung reduziert das Eigenkapital. Der Staat übernimmt die weitere Verwertung der Problemaktiva auf eigene Kosten und rekapitalisiert die Banken mittels Anteilerwerb. Im Extremfall bedeutet dies die Übernahme der Good Bank. Die Beteiligungsrisiken sind jedoch nach der Auslagerung der Problemaktiva für den Steuerzahler tragbar. Es bedarf einer klaren Reprivatisierungsperspektive. Defizite der Bad Bank gehen zu Lasten des Staates, Überschüsse werden an die Altaktionäre ausgeschüttet.

DIW Wochenbericht
13/2009,
S. 198–206

Unter den Bedingungen des DIW-Modells sind Bad Banks und (Teil-)Verstaatlichung keine Alternativen, sondern zwei Seiten ein und derselben Medaille. Der Ansatz wird drei zentralen Herausforderungen gerecht. Er erlaubt eine transparente Befreiung von den Problemaktiva und eröffnet den Banken einen aussichtsreichen Neustart. Gleichzeitig bietet er die Chance, die Kosten für den Steuerzahler gering zu halten. Schließlich schränkt er die Anreize für zukünftiges, opportunistisches Verhalten seitens der Banken ein.

Die unter dem Stichwort „Finanzmarktkrise“ geführte Diskussion zu den weltweiten strukturellen Verwerfungen im Bankensektor dauert an. Obwohl Ökonomen zu Beginn der Problemeskalierung im Herbst 2008 bereits frühzeitig international koordinierte Maßnahmen zur Rekapitalisierung des Bankensektors einschließlich der Option seiner Verstaatlichung und der Auslagerung „toxischer“ Wertpapiere in Bad Banks vorgeschlagen hatten, ringt die Staatengemeinschaft immer noch um Lösungen.¹ Zwar einigte sich eine internationale Konferenz der G20-Staaten bereits am 15. November 2008 in Washington auf mögliche Prinzipien einer neuen globalen Finanzorganisation, aber

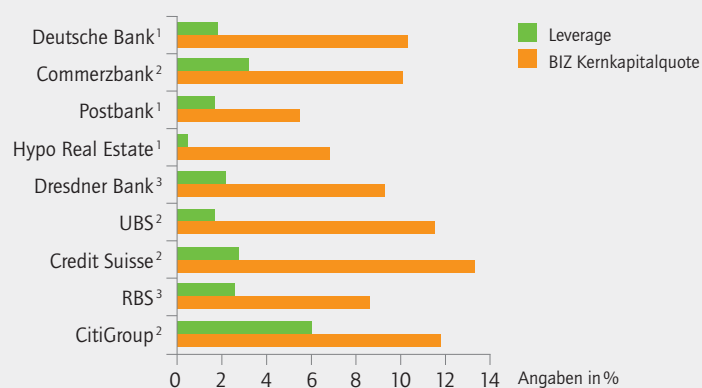
¹ Vgl. dazu auch Zimmermann, K. F.: Koordination internationaler Antworten auf die Krise. In Eichengreen, B., Richard, B. (Hrsg.): Die Rettung unserer Arbeitsplätze und Ersparnisse: Was G7/8-Staats- und Regierungschefs zur Lösung der globalen Kreditkrise tun können. 2008; das „booklet“ ist dokumentiert in Schäfer, D. (Hrsg.): Finanzmärkte im Umbruch – Krise und Neugestaltung. Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung 1-2009, DIW Berlin, 167–209. Zimmermann, K. F. et al.: Europas Bankenkrise: Ein Aufruf zum Handeln. Führende Ökonomen rufen Europa zu schnellem Vorgehen in der Finanzmarktkrise auf. Dokumentiert im selben Heft, 210–212. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 2008/09: Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken. www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de.

ihre Realisierung gerät erst am 2. April 2009 mit der G20-Folgekonferenz in London in eine möglicherweise konkretere Phase.

Bisher ist es nicht gelungen, die Krise im Finanzsektor zu beherrschen. Die Maßnahmen erfolgen weitgehend national, wenn sie überhaupt erfolgen. Auch in Deutschland zeigt das Bankenrettungspaket nur partiellen Erfolg, insbesondere wird das Instrument des Verkaufs toxischer Wertpapiere bislang kaum in Anspruch genommen. Nötige Struktur-reformen infolge der internationalen Finanzmarktkrise verbinden sich mit alten Schwächen wie der ungeklärten Frage nach dem Sinn der Landesbanken und der Schaffung zweier international wettbewerbsfähiger deutscher privater Großbanken. Vor diesem Hintergrund erscheint es zweckmäßig, das Herauslösen giftiger Wertpapiere aus dem System mit der Lösung der anderen strukturellen Aufgaben nicht zu vermengen. Die privaten und öffentlichen Banken müssen schnell den nötigen strukturellen Anpassungen unterzogen werden, und sie müssen zügig ihre dienende Funktion für die Wirtschaft zurückbekommen, um so dem Konjunkturabschwung entgegenzuwirken. Gleichzeitig wird eine staatliche „Bad Bank“ immer notwendiger. Diesen Aufgaben muss sich der Staat im Sinne einer aktivierenden Industriepolitik zügig stellen, um sich danach baldmöglichst zurückziehen zu können.

Schwache Kapitalbasis

Abbildung 1: Ausgewählte Geschäftsbanken



¹ Berichtsdatum 30. September 2008.

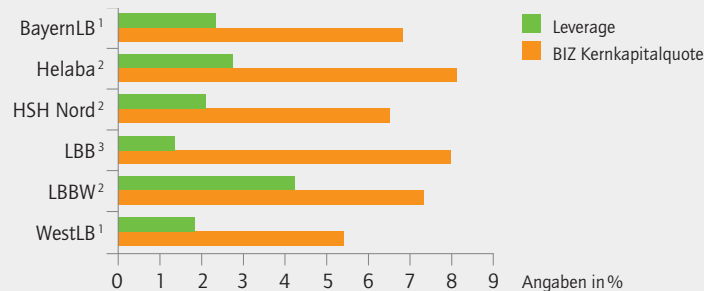
² Berichtsdatum 31. Dezember 2008.

³ Berichtsdatum 30. Juni 2008.

Quelle: Zusammenstellung des DIW Berlin aus den öffentlich verfügbaren jüngsten Geschäftsberichten.
DIW Berlin 2009

Die Kapitalbasis der Banken ist durch die quartalsweise anfallenden hohen Wertberichtigungen akut gefährdet. Ohne die Entfernung der verbrieften Wertpapiere mit Bezug zum US-amerikanischen Kreditmarkt ist nicht mit einer nachhaltigen Rückkehr des Vertrauens zu rechnen. Abbildungen 1 und 2 zeigen Leverage und Kernkapitalquote ausgewählter Groß- und deutscher Landesbanken. Manche Banken haben bereits Hilfen des Staates erhalten, um bei der Kernkapitalquote die Mindestgrenze von vier Prozent einhalten zu können.²

Abbildung 2: Ausgewählte Landesbanken



¹ Berichtsdatum 30. September 2008.

² Berichtsdatum 30. Juni 2008.

³ Landesbank Berlin Holding.

Quelle: Zusammenstellung des DIW Berlin aus den öffentlich verfügbaren jüngsten Geschäftsberichten.
DIW Berlin 2009

Das gesamte Kapital einschließlich der Rücklagen der hiesigen Banken beträgt laut Deutscher Bundesbank momentan etwa 415 Milliarden Euro.³ Die geschätzten Ausfälle aus den Problemaktiva variieren derzeit zwischen 200 und 300 Milliarden Euro, also zwischen acht und zwölf Prozent des deutschen Bruttoinlandsprodukts. Während der schwedischen Bankenkrise Ende der 80er Jahre fielen Wertberichtigungen im Bankensektor von mehr als zwölf Prozent des dortigen Brutto-

² Seit die Finanzmarktkrise akut geworden ist, geht man davon aus, dass die Kernkapitalquote einer Bank mindestens zehn Prozent der risikogewichteten Aktiva betragen sollte. Finanzwirtschaftler erachten für ein Kreditinstitut ein Leverage-Verhältnis (Verschuldung zu Bilanzsumme) von vier bis fünf Prozent und damit einen Hebel zwischen 1:25 und 1:20 als angemessen. Hebel von 1:30 und mehr waren für Hedgefonds üblich. Im Januar 1998, neun Monate vor seiner Zwangsschließung, hatte der US-Hedgefonds LTCM ein Leverage von 1:25. www.ustreas.gov/press/releases/reports/hedgfund.pdf, S. 12.

³ Konsolidierte Bilanz der monetären Finanzinstitute aus der bankstatistischen Gesamtrechnung der Europäischen Währungsunion, deutscher Beitrag. www.bundesbank.de/download/statistik/bankenstatistik/S101ATIB01013.PDF.

inlandsprodukts an. Die Realisierung einer solchen, aber keineswegs unrealistischen Relation würde für Deutschland eine starke Erosion der Kapitalbasis der Banken bedeuten.

Kapitalarmut behindert Finanzierungsfunktion von Banken

Eine sich verschlechternde Kapitalausstattung hat eine Reihe von Konsequenzen, deren Rückkopplung in die Finanzwirtschaft und die Ökonomie als Ganzes eine zusätzliche Quelle für Instabilität im System darstellt. Die Aufsichtsbehörden in Deutschland sind gezwungen, eine Bank zu schließen, deren Kernkapital unter die Grenze von vier Prozent fällt. Die Erwartung einer drohenden Schließung verunsichert die Marktteilnehmer und isoliert die betroffene Bank von den Kapitalströmen. Außerdem müssen Banken ihre Kreditvergabe einschränken, wenn ihnen das nötige Eigenkapital zur Unterlegung fehlt. Damit wächst die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen außerhalb des Bankensektors übermäßigen Finanzierungsbeschränkungen ausgesetzt sind. Im Verlauf der US-amerikanischen Krise der Sparkassen⁴ hat sich zudem gezeigt, dass Bankmanager überschuldeter Institute ein sehr riskantes Investitionsverhalten an den Tag legen, in der Hoffnung, sich mit einem Erfolg doch noch retten zu können. Die eingeschränkte Haftung sorgt dafür, dass das Verlustrisiko nicht auf den Bankmanager zurückfällt.⁵

Ausweg Bad Bank

Bad Banks eröffnen hier einen Ausweg.⁶ Eine Bad Bank kauft oder übernimmt problematische Kredite oder Wertpapiere, restrukturiert diese und verwertet schließlich die ihr anvertrauten Aktiva. Befreit man die Banken von den Problemaktiva und dem stetig wiederkehrenden Wertberichtigungsbedarf, könnten die negativen Effekte einer erwarteten Schließung, der kapitalbedingte Abfall der Kreditvergabe und die Risikobereitschaft zu Lasten von Gläubigern und Allgemeinheit

4 Die damaligen US-amerikanischen Sparkassen sind kaum mit den hiesigen Sparkassen zu vergleichen. Bei „Saving & Loan Associations“ (oder auch „Thrifts“ genannt) handelt es sich oft um Institute, die stark dem Typ einer Genossenschaftsbank ähneln. Ursprünglich bestand ihr Geschäftsmodell ausschließlich aus der Hereinnahme von Depositen und der Ausgabe von langfristigen Hypothekenkrediten. Im Zuge der Deregulierung in den 80er Jahren wurde den Instituten erlaubt, auch andere Anlagen zu tätigen. Vgl. Federal Deposit Insurance: The Banking Crises of the 1980s and Early 1990s: Summary and Implications. www.fdic.gov/bank/historical/history/3_85.pdf.

5 Freixas, X., Parigi, B. M., Rochet, J.-C.: The Lender of Last Resort – a 21st Century Approach. Working Paper Series 298, Europäische Zentralbank 2003.

6 Zimmermann, K. F.: Letzter Ausweg Bad Bank? Kommentar im Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 6/2009.

gemindert oder beseitigt werden. Auf der Sollseite stehen allerdings nicht nur die – möglicherweise hohen – Mittel zur Einrichtung einer Bad Bank, sondern auch die Aussicht auf erhebliche Nettokosten nach Abschluss der gesamten Operation. Weitere Kosten fallen an, wenn die Konditionen der Auslagerung von Problemaktiva einen Anreiz setzen, auch zukünftig auf die Sanierungsanstrengungen des Staates zu zählen. Letztlich entscheidet das gewählte Modell darüber, welche gegenwärtigen und zukünftigen Lasten mit der Einrichtung einer Bad Bank auf den Steuerzahler zukommen.

Historische Vorbilder von Bad Banks

Auch der normale Bankenalltag kennt den gesonderten Umgang mit sanierungsbedürftigen Forderungen. So werden nicht mehr bediente Unternehmenskredite üblicherweise einer sogenannten Work-Out-Einheit übergeben. Bei Großkrediten bilden die Einzelgläubiger Bankpools, um Koordinationsversagen und einen Existenz vernichtenden Gläubigerrun auf das Unternehmen zu vermeiden.⁷ Nicht selten endeten Work-Outs in der Vergangenheit mit einer Wandlung von Bankkrediten in Beteiligungskapital.⁸ Bad Banks sind Work-Out-Abteilungen großen Stils. Ihre Stunde schlägt, wenn die Masse an notleidenden Forderungen in den Büchern des Kreditgewerbes das Bankensystem als Ganzes gefährdet.

In den USA waren Ende der 80er Jahre mehr als tausend Sparkassen durch fristeninkongruente Finanzierung in Verbindung mit hohen Einlage- aber vergleichsweise niedrigen Kreditzinsen insolvenzgefährdet.⁹ Als Folge der vielen Schließungen wurde auch die zuständige Einlagensicherung zahlungsunfähig. 1989 wurde mit der „Resolution Trust Corporation“ (RTC) eine Bad Bank gegründet. Die Kapitalisierung der RTC erfolgte weitgehend, aber nicht ausschließlich, durch den Staat. Zwischen 1989 und 1995 übernahm die RTC 747 bankrotte Sparkassen mit einem Buchwert von 394 Milliarden US-Dollar. Die Sanierung des gesamten Sparkassensektors verursachte Kosten von 124 Milliarden US-Dollar. 76 Milliarden US-Dollar entfielen auf die RTC.¹⁰

7 Brunner, A., Krahen, J.P.: Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring. *Review of Economic Studies* 75(2), 2008, 415–442. Hubert, F., Schäfer, D.: Coordination Failure with Multiple Lending. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158(2), 2002, 256 ff.

8 Schäfer, D.: Die „Geiselhaft“ des Relationship-Intermediärs: Eine Nachlese zur Beinahe-Insolvenz des Holzmann-Konzerns. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 4, 2003, 65–84.

9 Zwischen 1980 und 1994 wurden mehr als 1 600 Banken geschlossen oder benötigten Hilfe vom Staat.

10 Curry T., Lynn, S.: The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences. FDIC Banking Review, 2000, www.fdic.gov/bank/analytical/banking/2000dec/brv13n2_2.pdf.

Schweden versuchte seiner Bankenkrise Ende der 80er Jahre mit mehreren Vermögensverwertungsgesellschaften Herr zu werden. Die beiden wichtigsten Bad Banks, „Securum“ und „Retriva“, wurden vom schwedischen Staat eingerichtet. Securum übernahm 3.000 zweifelhafte (Immobilien-)Kredite von 1.274 kriselnden Unternehmen der vorher voll in Staatshand übergegangenen Geschäftsbank „Nordbanken“. Das entsprach 21 Prozent der Aktiva der Bank. Retriva übernahm 45 Prozent der Aktiva der „Gota Bank“, die vorher ebenfalls verstaatlicht wurde.¹¹

Nordbanken und die 1993 in ihr aufgegangene Gota firmieren heute als „Nordea Bank“. An ihr hält der Staat noch einen Anteil von 20 Prozent. Im Jahr 2007 glichen Privatisierungserlös und Wertzuwachs der verbliebenen Anteile die Kosten der Bankenrettung aus. Die ausgeglichene Gesamtbilanz ist wesentlich darauf zurückzuführen, dass es den Bad Banks gelang, die Verluste bei der Abwicklung der Problemaktiva gering zu halten.¹²

Im Jahr 2001 geriet die damalige „Berliner Bankgesellschaft“ durch Renditegarantien für Zeichner von eigenen Immobilienfonds in Existenznot. Das *Land Berlin* verhinderte die Schließung der Banken-Holding, zu der auch die Landesbank und die Sparkasse gehörten, durch Verstaatlichung und Garantien über 21,6 Milliarden Euro.¹³

Im Jahr 2006 übernahm die neu gegründete „Berliner Immobilien Holding“ (BIH) die Fonds-immobilien.¹⁴ Damit war die Trennung der ehemaligen Berliner Bankgesellschaft in eine Bad Bank (BIH) und eine „Good Bank“ (Landesbank Berlin) vollzogen. Dem Land gelang es 2007, den eigenen Anteil von knapp 81 Prozent an der Landesbank Berlin für 4,7 Milliarden Euro zu verkaufen. Die BIH hat bisher rund zwei Milliarden Euro in den Rückkauf von Fondsanteilen und in die

11 Stefan, I., Göran, L.: The Management of the Bank Crisis – in Retrospect. Quarterly Review – SVERIGES RIKSBANK, 1/1996, 5–18.

12 Ketzler, R., Schäfer, D.: Nordische Bankenkrise der 90er Jahre: Gemischte Erfahrungen mit „Bad Banks“. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 5/2009.

13 Die notwendige Kapitalerhöhung von zwei Milliarden Euro wurde zu 87,5 Prozent vom Land getragen. Berlin stockte damit seinen Anteil von 56,6 auf 80,95 Prozent auf. Der Versicherer Parion kam nach der Kapitalerhöhung auf einen Anteil von 2,27 (ursprünglich 7,5) Prozent. 5,93 (ursprünglich 15,89) Prozent der Aktien befanden sich nach der Kapitalerhöhung im Streubesitz. www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,160057,00.html.

14 Einem Bericht in der „Berliner Wirtschaft“ vom Februar 2007 zufolge wurde die Übernahme für einen symbolischen Euro durchgeführt. www.bih-holding.de/bih/aktuelles/BInWirtschaft_BIH_Febr2007.jpg. Es handelt sich um 29 geschlossene Fonds mit einem ursprünglichen Investitionsvolumen von rund zehn Milliarden Euro und mehr als 500 Objekten. Die Holding selbst hatte 26 Mitarbeiter einschließlich der Geschäftsführung; mit den Mitarbeitern der zusammengefassten Immobiliengesellschaften betrug der Personalbestand anfänglich 517 Stellen.

Sanierung und Aufwertung der Immobilien investiert.¹⁵ Weitere Investitionen sind geplant. Ziel ist es, den Bestand so attraktiv zu machen, dass die potentiellen Käufer bereit sind, die Garantien des Landes mit zu übernehmen.

Auch auf privatwirtschaftlicher Seite wurde in jüngster Zeit auf das Sanierungsinstrument Bad Bank zurückgegriffen. Zwischen 2003 und 2005 übertrug die „Dresdner Bank“ 35,5 Milliarden Euro an „faulen“ Krediten und strategisch nicht mehr bedeutsamen Beteiligungen auf eine sogenannte „Institutional Restructuring Unit“ (IRU).¹⁶ 2008 gründete die nordrhein-westfälische Landesbank „West LB“ mit „Phoenix“ in Dublin/Irland eine Konsolidierungsbank. Die als Zweckgesellschaft außerhalb der Bilanz (ohne Banklizenz) organisierte Einheit hat bisher Problemaktiva im Buchwert von 23 Milliarden Euro übernommen. Diese sind mit Garantien der Eigentümer in Höhe von fünf Milliarden Euro versehen.¹⁷ Die West LB plant die Auslagerung von Aktiva im Buchwert von insgesamt rund 80 Milliarden Euro.¹⁸

Erfolgsvoraussetzungen für eine Bad Bank

Realistischerweise muss man davon ausgehen, dass die Abschlussbilanz einer Bad Bank Verluste ausweist. Je geringer diese Verluste ausfallen, desto eher lassen sie sich mit Wertzuwächsen an anderer Stelle, zum Beispiel durch eine Staatsbeteiligung an der Good Bank ausgleichen. Die Bad Bank hat hohe Chancen auf eine erfolgreiche Bilanz, wenn folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- ▶ Ein niedriger Aufkauf-/Übernahmepreis,
- ▶ die Möglichkeit zum aktiven Management der Vermögenswerte,
- ▶ der Zugang zur spezialisierten Expertise für den Umgang mit Problemaktiva,
- ▶ Zeit und
- ▶ eine klare Governance-Struktur.

Ist der Marktpreis nicht beobachtbar, dann besitzen die abgebenden Banken einen Informationsvorsprung gegenüber dem Käufer. In dieser

¹⁵ Vgl. dazu Börsen-Zeitung vom 2.10.2008: Berlin startet Verkauf der BIH Immobilien Holding, Investmentbank gesucht – Altlast der Bankgesellschaft.

¹⁶ www.dresdner-bank.de/dresdner-bank/presse-center/archiv/2005/20050929a.html.

¹⁷ Communication from the Commission on the Treatment of Impaired Assets in the Community Banking Sector. ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/impaired_assets.pdf.

¹⁸ Irischen Presseberichten zu Folge wurde Dublin als Standort für Phoenix aus steuerlichen Gründen und wegen der dort vorhandenen konzentrierten Expertise gewählt.

Konstellation ist es sehr wahrscheinlich, dass das „Zitronenproblem“ auftritt und nur diejenigen Aktiva der Bad Bank angetragen werden, deren Wert unterhalb des festgelegten Durchschnittspreises liegt.¹⁹ In der Konsequenz zahlt die Bad Bank überhöhte Preise und erzielt Verluste. Der Steuerzahler wird in dieser Konstellation an den Sanierungskosten des Bankensektors überproportional beteiligt.

Aktives Management erfordert eine Restrukturierung und Sanierung der übernommenen Kredite beziehungsweise Vermögenswerte. Dazu gehören Verhandlungen mit den Schuldern, Umschuldungen und gegebenenfalls adäquate Schuldennachlässe, um den endgültigen Ausfall zu vermeiden. Für die Sanierung der Problemaktiva ist daher ein klar identifizierbarer und erreichbarer Verhandlungspartner unabdingbar.

Auch das Schnüren von attraktiven Paketen für potentielle Käufer, die oft monetäre Beigaben des Staates enthalten, gehört zum aktiven Management der Problemaktiva. Hat der Staat keinen ausreichenden Zugang zu spezialisiertem Wissen über die Sanierung von Anlagen und deren Verwertung, kann es trotz eines möglicherweise marktgerechten Ankaufspreises zu überproportionalen Verlusten für den Steuerzahler kommen. Generell ist die Akquirierung von Fachkräften für die Bad Bank keine einfache Aufgabe, da dieses Personal auch international in der Regel nicht im geforderten Umfang zur Verfügung steht. Der Markt besteht nur aus wenigen Experten mit Erfahrung in der Abwicklung von Problemaktiva.²⁰

Notverkäufe („Fire-Sales“) zur Liquiditätsbeschaffung erzeugen einen starken Preisdruck und mindern die Erträge. Besitzt die Bad Bank daher nicht ausreichend Kapital, um einen günstigen Verwertungszeitpunkt abwarten zu können, fallen die Verluste unnötig hoch aus. Überproportionale Kosten für den Steuerzahler sind auch zu erwarten, wenn keine klaren Governance-Strukturen (Entscheidungs-, Kontroll- und Verantwortungsbefugnisse) definiert sind. So sollte zum Beispiel gesichert sein, dass das Management der Bad Bank unbeeinflusst von Inte-

19 Akerlof, G. A.: The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84 (3), 1970, 488-500.

20 Die Knappheit des Personals zeigt sich auch in den wiederkehrenden Engagements des früheren Hauptverantwortlichen bei der schwedischen Securum, Jan E. Kvarnström. Er leitete die IRU (Dresdner Bank), war laut Presseberichten im Auftrag der Bundesregierung auch in den Verkauf des KfW-Anteils der IKB eingebunden und führt die Abwicklung von strukturierten Wertpapieren aus dem Portfolio der IKB in Höhe von sechs Milliarden Euro durch, vgl. Buttler, H. v., Luttmer, N.: Der schwedische Bankenlotse. *Financial Times Deutschland*, 24. Januar 2009.

ressenskonflikten zwischen Staat und Banken dem operativen Geschäft nachgehen und autonom Verwertungsentscheidungen treffen kann.

Kapitalisierungsmodi und Organisationstypen

Die Höhe der notwendigen Kapitalisierung der Bad Bank wird im Wesentlichen durch zwei Faktoren bestimmt: Unterhaltskosten und Abnahmekosten. Ein geringer Wert (Preis) der Problemaktiva mindert nicht nur das spätere Verlustrisiko, sondern hält auch den anfänglichen Kapitalbedarf der Bad Bank niedrig.

Tabelle			
Typisierung von Bad Banks			
Kapitalisierung Organisation	staatlich	gemischt	privat
zentral	USA – Sparkassenkrise 1989–1995: RTC	Finanzmarktkrise 2007/2008: Public Private Partnership	
gemischt	Finanzmarktkrise 2007/2008: Bad Bank Modell des Bundesver- bandes deutscher Banken (BdB) – Einzelkonto pro Bank	Finanzmarktkrise 2007/2008: mehrere, konkurrierende Public Private Partnerships	
dezentral	Schwedische Bankenkrise 1992: Securum, Retriva Berlin – Krise der Berliner Bank- gesellschaft 2001: BIH Finanzmarktkrise 2007/2008: Phönix (West LB)		„Kleine“ Bankenkrise in Deutschland 2003/04: IRU (Dresdner Bank)
Kompensationsmodell	Kauf/Übernahme		Tausch gegen sichere Anleihen
	Schweden		Vorschlag Bundesbank: Ausgleichsforderung mit Besserungsschein
	USA		
	Berlin		Vorschlag BdB: Staatspapiere und Endabrech- nung mit „fairem Lastenaus- gleich“

Quelle: Darstellung des DIW Berlin.

DIW Berlin 2009

Die Finanzierungsquelle legt fest, welche Seite – Staat oder Privatsektor – in Vorleistung geht. Ob liquide Mittel für die Kapitalisierung notwendig sind, hängt davon ab, wie die abgebenden Banken „bezahlt“ werden. Eine liquiditätswirksame Kapitalisierung erspart man sich, wenn die „Bezahlung“ über Staatspapiere erfolgt. Allerdings hängen auch hier die Höhe der Wertberichtigung und damit der eventuell notwendige Reka-

pitalisierungsbedarf davon ab, wie weit der Buchwert der Ersatzaktiva Staatspapiere den Buchwert der Problemaktiva unterschreitet.

Trägt der Staat die Finanzierung zu 100 Prozent, ob über liquide Mittel oder über Staatspapiere, so fallen eventuelle Verluste der Bad Bank zuerst auf ihn zurück. Das Risiko eines Verlustes ist dabei umso größer, je mehr die Problemaktiva anfänglich gekostet haben. Eine Beteiligung des privaten Sektors an den Verlusten kann nach Vorliegen der Schlussbilanz der Bad Banks auf dem Verhandlungswege erreicht werden. Alternativ dazu ließe sich von vornherein eine feste Teilungsregel vereinbaren. Eine solche Regel kann jedoch nicht nachverhandlungsresistent sein. Der Staat ist damit einem latenten Ausbeutungsproblem ausgesetzt, das umso gravierender ist, je höher seine Vorleistungen waren.²¹

Bad Banks können zentral oder dezentral organisiert sein. Bei einer dezentralen Organisationsform spaltet sich jede der in Schieflage geratenen Banken in eine Good Bank und eine Bad Bank. Eine zentrale Organisation liegt vor, wenn die im Bankensektor vorhandenen Problemaktiva von einer Bad Bank übernommen werden. Von einer zentralen Lösung könnte man auch sprechen, wenn jeweils innerhalb der drei Säulen – Sparkassen, Genossenschafts- und Privatbanken – eine Bad Bank für die Säulenmitglieder geschaffen würde. Auch Mischformen, also die Kombination von privater und staatlicher Finanzierung oder von zentralen und dezentralen Organisationselementen sind denkbar.

Typisierung von Vorgängern und Modellvorschlägen

Die Tabelle ordnet bekannte Vorbilder und aktuelle Vorschläge zur Verwirklichung von Bad Banks anhand der Kriterien *Kapitalisierung* und *Organisationsform*. Auffällig ist, dass die bekannten Bad Banks überwiegend der dezentralen Organisationsform folgen. Retriva und Securum (Schweden) sowie BIH (Berlin) gingen jeweils aus einer Aufteilung der insolvenzgefährdeten Mutterbank in eine Good Bank und eine Bad Bank hervor. Die öffentliche Hand sorgte in diesen Fällen nicht nur für die Finanzierung der Bad Bank sondern rekaptalisierte über Beteiligungen auch die Good Bank.

21 In der Vertragstheorie wird ein solches Problem als Hold-up bezeichnet. Siehe Williamson, O.: Transactions-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, 22(2), 1979, 233–62.

Die Problemaktiva wurden von den jeweiligen Bad Banks in einer einmaligen Transaktion übernommen. Somit entfiel auch die Notwendigkeit einer nachträglichen Verteilung der Lasten auf dem Verhandlungswege. Zu beachten ist, dass nur die Anteile an der Good Bank eine Perspektive auf einen Ausgleich der Verluste der Bad Bank und damit auf eine positive Gesamtbilanz eröffnen.

Erfolgsvoraussetzungen bei Securum, Retriva und BIH erfüllt

Im Nachhinein betrachtet gelang es den schwedischen Bad Banks, Securum und Retriva, die Verluste zu begrenzen. Ähnliches zeichnet sich für die Berliner Immobilien Holding ab.²² Mit dem Prinzip, zuerst die Aktionäre für Verluste aufkommen zu lassen, ließen sich relativ niedrige Kaufpreise für die zu übernehmenden Assets durchsetzen. Das entschärfte das „Zitronenproblem“. Gleichzeitig wurden keine Anreize gesetzt, sich auf Aktionärsseite auf die Hilfestellung des Staates zu verlassen. Identifizierbarkeit und Erreichbarkeit der Verhandlungspartner für Kredit- und Fondssanierungen ermöglichten ein aktives Management der Problemaktiva. In beiden Fällen bedienten sich die öffentlichen Kapitalgeber externer Sanierungsexpertise. Durch eine ausreichende Finanzierung konnten Notverkäufe vermieden werden. Da sich beide Teile der Ursprungsbank, Good Bank und Bad Bank, ganz oder größtenteils in öffentlichem Besitz befanden, kam es zu keinen Interessenskonflikten zwischen dem Staat und den privaten Banken. Insofern kann auch von einer weitgehenden Autonomie des Managements im operativen Bereich ausgegangen werden.

Aktuelle Modellvorschläge

Die aktuellen Vorschläge sind in der Tabelle grau unterlegt. Offensichtlich laufen sie jeweils auf Mischformen hinaus. So sieht die US-Regierung eine Mischung aus privater und staatlicher Finanzierung mittels Public Private Partnership vor. Nach dem ursprünglichen Vorschlag sollte ein zentraler Fonds die sanierungsbedürftigen Aktiva übernehmen. Neuere Pläne sehen mehrere gemischt finanzierte Fonds vor, die untereinander um die Übernahme der Aktiva der einzelnen Banken und das staatliche Beteiligungskapital konkurrieren.²³

22 Schätzungen über die noch anfallenden Investitionen gehen davon aus, dass das Volumen unter dem Verkaufserlös für die Landesbank liegt.

23 Bebchuk, L.: Jump-Starting the Market for Troubled Assets. www.forbes.com/2009/03/03/troubled-assets-relief-opinions-contributors_bad_bank.html.

Der Vorschlag des Bundesverbandes der deutschen Banken (BdB), Einzelkonten pro Bank einzurichten, zielt auf eine staatlich kapitalisierte Bad Bank mit gemischter Organisationsform ab. Mischformen sind allerdings üblicherweise besonders anfällig für Interessenskonflikte und unklare Governance Strukturen.

Modell für eine staatliche Bad Bank

Zielsetzung

Eine staatliche Bad Bank muss mehreren Herausforderungen gerecht werden. Erstens ist eine transparente Befreiung von den Problemaktiva notwendig, so dass die abgespaltene Good Bank Aussicht auf einen erfolgversprechenden Neustart hat. Zweitens sind die Gesamtkosten aus der Bankenrettung für den Steuerzahler zu minimieren. Drittens schließlich sollten keine neuen Möglichkeiten und Anreize für zukünftiges, opportunistisches Verhalten entstehen. Letzteres erfordert ein Modell, das das Hold-up-Problem begrenzt und Aktionäre und Management durch eine weiterhin glaubwürdige Androhung eines unternehmerischen Scheiterns nachhaltig diszipliniert.

Bei den aktuellen Problemaktiva handelt es sich zumeist um komplexe Wertpapiere auf Immobilienkredite mit US-amerikanischen Ausgangsschuldern. Diese Schuldnerstruktur und die Vielzahl von dazwischengeschalteten Finanzinstituten stellen ein quasi prohibitives Hindernis für Identifikation und Erreichbarkeit des Gegenübers bei Verhandlungen zur Kreditsanierung dar. Anders als bei den historischen Vorgängern ist damit der Instrumentenkasten zur Eindämmung des Verlustes durch den Übernahmepreis, Einräumung zeitlicher Spielräume bei der Verwertung und die Governance Struktur beschränkt.

Eckpfeiler

Im Folgenden werden Eckpfeiler eines Modells fixiert, das den genannten Herausforderungen trotz eingeschränktem Instrumentenkasten gerecht wird:

- ▶ Die Problemaktiva werden vor ihrer Auslagerung auf der Basis des gegenwärtigen Verkaufspreises wertberichtigt. Unverkäufliche Aktiva gehen an den Staat zu einem Preis von null.
- ▶ Der Staat rekapitalisiert die Good Bank mittels Anteilserwerb, im Extremfall kommt es zur Übernahme durch den Staat.
- ▶ Die Bad Bank wird durch den Staat kapitalisiert. Die weitere Verwertung der Problemaktiva erfolgt im Auftrag und auf Kosten des Staa-

tes durch externe Experten. Verbleiben nach Abzug der Betriebskosten Überschüsse aus der Verwertung der Problemaktiva, so werden diese an die Altaktionäre zurückgegeben.

- ▶ Der öffentliche Kapitalgeber gibt eine glaubwürdige Reprivatisierungsperspektive für seine Anteile an der Good Bank bekannt. Dazu wird bereits bei Einrichtung der Bad Bank verbindlich festgelegt, wie lange der Staat nach Schließung der Bad Bank Zeit hat, seine Anteile an der Good Bank zu verkaufen.
- ▶ Es werden die systemrelevanten Banken definiert und diese werden verpflichtet an dem Programm teilzunehmen.

Die Übernahme der unverkäuflichen Problemaktiva durch den Staat zu einem Preis von null und eine dementsprechende Wertberichtigung schafft Transparenz, vermeidet hohe Kosten der Wertermittlung und stellt sicher, dass zunächst die Aktionäre die Kosten des Scheiterns tragen müssen.²⁴ Das moralische Risiko, dass sich Bankmanager und Aktionäre bei ihren zukünftigen Aktionen auf die Hilfen des Staates verlassen, wird so wirksam eingegrenzt. Auch vor dem Hintergrund der fehlenden Möglichkeit zu einem aktiven Management der Forderungen ist die Übernahme zu einem Preis von null gerechtfertigt. Die Ausgangskapitalisierung der Bad Bank wird so auf einem geringen Niveau gehalten.

Bei den zu erwartenden hohen Wertberichtigungen werden einige Banken das zulässige Kernkapitalminimum unterschreiten. Die notwendige Rekapitalisierung erfolgt über eine Beteiligung des Staates. Die vorherige Auslagerung der Problemaktiva hält das Beteiligungsrisiko des Staates in Grenzen und es bestehen gute Aussichten auf einen Wertzuwachs. Verlustrisiken (in der Bad Bank) und Erfolgchancen (in der Good Bank) für die öffentlichen Kapitalgeber sind so klar voneinander abgegrenzt. Das trägt ebenfalls zur Transparenz bei.

Der Staat muss die Unterhaltskosten der Bad Bank tragen und mittels Finanzierungszugang dafür sorgen, dass der optimale Verkaufszeitpunkt abgewartet beziehungsweise die Aktiva bis zum Fälligkeitstermin gehalten werden können. Das Ausbeutungsproblem für die vorleistende Partei ist durch die Übernahme der unverkäuflichen Aktiva zum Preis von null begrenzt. Das Prinzip, die Überschüsse zurückzugeben, stellt sicher, dass die Altaktionäre keinen unbilligen Schaden aus der

²⁴ Die Europäische Kommission schlägt vor, die Wertberichtigung vor Auslagerung der Aktiva auf der Basis des inneren Wertes der Aktiva durchzuführen. Dieser dürfte jedoch wegen der Komplexität der Aktiva sehr schwer zu ermitteln sein. Communication from the Commission, a. a. O.

Übertragung der Problemaktiva an die Bad Bank davontragen.²⁵ Privatisierungserlöse aus der Good Bank werden zur Deckung eventueller Verluste der Bad Bank herangezogen. In diesem Fall hat der Staat keinen Anreiz, die Realisierung der Privatisierungserlöse hinauszuzögern.

Im Maximum benötigt der Staat zur Rekapitalisierung der Good Banks Mittel in Höhe der geschätzten Ausfälle aus den Problemaktiva, also zwischen 200 und 300 Milliarden Euro. Dazu kommen für die Bad Bank einmalige Einrichtungs- und jährliche Betriebskosten.

Fazit

Bad Bank und Verstaatlichung sind unter den Bedingungen des Modells des DIW Berlin keine Alternativen, sondern einander ergänzende Instrumente. Mischformen mit unklaren Governance-Strukturen und Unsicherheiten über das Aufbringen der notwendigen Finanzierungsvolumina werden vermieden. Die Frage der zentralen oder dezentralen Organisationsform ist eher sekundärer Natur, solange das angewandte Grundmodell sicherstellt, dass ein Neustart mit Good Banks ohne Problemaktiva gelingt, der Steuerzahler geschont wird und langfristige Fehlanreize vermieden werden. Damit die Rahmenbedingungen für ein nachhaltiges Geschäftsmodell der Good Bank gegeben sind, müssen parallel zur Bad Bank auch neue Regeln für die Kapitalmärkte geschaffen werden.

Historisch gesehen liegt das Schwergewicht bei den Lösungsbeispielen bei einer dezentralen Bad Bank. Die Bilanzsumme der heute betroffenen systemrelevanten Banken und die oft zitierte Heterogenität der Problemaktiva lassen zudem vermuten, dass eine zentrale Lösung keine Größenvorteile verspricht. Bei der Umsetzung des Modells benötigt der Staat erhebliche Mittel, um die zahlreichen Good Banks rekapitalisieren zu können. Darin liegt der wesentliche Nachteil des vorgeschlagenen Ansatzes.

²⁵ Dieser Gedanke liegt auch dem Besserungsschein im Modellvorschlag der Bundesbank zugrunde. Sollten die Altaktionäre tatsächlich die Aktiva zu einem geringeren als dem wirtschaftlichen Wert abgeben haben, können sie die Differenz durch den Besserungsschein zurückerhalten.

„Der Steuerzahler soll für sein Engagement etwas zurück bekommen“

Sieben Fragen an Dorothea Schäfer

Frau Dr. Schäfer, brauchen wir eine staatliche Bad Bank?

Wir brauchen eine Bad Bank, die Problemaktiva der Banken aufnimmt, weil bisher keine nachhaltige Stabilisierung durch das vorhandene Rettungspaket gelungen ist. Zudem sind die Arbeiten an einer neuen Finanzmarktarchitektur noch nicht in einem konkreten Stadium.

Welche Aufgaben sollte eine solche Bad Bank übernehmen?

Eine Bad Bank soll die Banken von Ihren Problemassets befreien und diese dann verwerten. Allerdings sind die Möglichkeiten bei den Aktiva, die Bezug zum amerikanischen Hypothekenmarkt haben, begrenzt. Hier kann man wahrscheinlich nur abwarten, bis sich die Marktsituation für diese Problemaktiva verbessert.

Das DIW Berlin hat ein Modell für eine Bad Bank entworfen. Was unterscheidet dieses Modell von bisherigen Überlegungen?

Der wesentliche Unterschied unseres Modells ist, dass die Abgabe von Problemaktiva an eine staatliche Bad Bank zu einem Preis von null geschehen soll. Das wird dann Wertberichtigungen bei den Banken verursachen und das Eigenkapital stark reduzieren. Deswegen muss eine Rekapitalisierung durch den Staat erfolgen. Unser Modell bringt Verstaatlichung und Bad Bank zusammen. Das ist kein Gegensatz, sondern zwei Seiten der gleichen Medaille.

Von welchen Summen ist bei der Rekapitalisierung die Rede?

Momentan liegen bei den Banken Problemaktiva zwischen 200 und 300 Milliarden Euro. Das ist die Höchstgrenze, die auch für die Rekapitalisierung der Banken aufzubringen wäre. Das Entscheidende daran ist, dass diese Summe nicht für die Kapitalisierung der Bad Bank gebraucht wird, weil wir davon ausgehen, dass die Problemaktiva zu einem Preis von null übertragen werden. Die Summe wird gebraucht, um die verbleibenden Good Banks zu rekapitalisieren. Das heißt, der Staat bekommt dann auch was dafür, nämlich eine risikoarme Beteiligung an den Good Banks.



DIW Wochenbericht
13/2009,
S. 199

Die Problemaktiva sollen zu einem Preis von null übernommen werden. Zu welchen Lasten geht der Verlust?

Der Verlust ist zunächst einmal von den Aktionären der Banken zu tragen. Das entspricht auch den marktwirtschaftlichen Prinzipien der Ordnungspolitik. Wenn sich herausstellen sollte, dass diese Problemaktiva tatsächlich mehr wert waren, dann wird es zu Überschüssen bei der Bad Bank kommen. Unser Modell sieht vor, dass diese Überschüsse an die Altaktionäre zurückgegeben werden, das heißt, ein unbilliges Tragen von Verlusten ist damit ausgeschlossen.



Unser Modell bringt Verstaatlichung und Bad Bank zusammen.



Welche Folgen hätte die Einrichtung einer Bad Bank für den Steuerzahler?

Für den Steuerzahler hat unser Modell den Vorteil, dass er sein Geld in die Rekapitalisierung einer Good Bank steckt und nicht in die Kapitalisierung einer Bad Bank, mit dem hohen Risiko, dass diese Verluste erzielt. Der Steuerzahler hat zwar zunächst die Belastungen für das Aufbringen der hohen Anfangssumme für die Rekapitalisierung der Good Banks, aber er bekommt dafür relativ risikoarme Beteiligungen. Diese kann er mit hoher Wahrscheinlichkeit wieder verkaufen, wenn sich die Lage beruhigt hat. Er hat somit gute Aussichten, mit wenig oder gar keinen Verlusten aus der Finanzmarktkrise wieder herauszukommen.

Drängt die Zeit?

Die Zeit, um die Banken von den Problemassets zu befreien, drängt, denn die Stabilisierung des ganzen Systems lässt nach wie vor auf sich warten. Die quartalsweise eintretenden Wertberichtigungen bringen immer neue Unruhe in den Bankensektor. Auch kommen einige Banken bereits an die Grenze, ab der eigentlich die Bankenaufsicht eingeschaltet werden müsste. Insofern muss die Befreiung von den Problemaktiva und die Rekapitalisierung definitiv noch in diesem Jahr erfolgen.

Das Gespräch führte
Erich Wittenberg.
Das vollständige Interview
zum Anhören finden Sie auf
www.diw.de



Genügend Widerstandskraft? Immobilienfinanzierung und Haushaltsverschuldung in Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden und den USA

von Oleg Badunenko, Nataliya Barasinska und Dorothea Schäfer

Vierteljahrshefte zur
Wirtschaftsforschung
78 (2009) 1,
S. 127–142

Zusammenfassung: Die vorliegende Studie zielt auf die Einschätzung der ökonomischen Stabilität der Haushalte in Deutschland ab. Ausgehend von der Betrachtung der unterschiedlichen Immobilienfinanzierungsregime wird anhand aggregierter und disaggregierter Haushaltsdaten die wirtschaftliche und finanzielle Situation der privaten Haushalte in Deutschland, Großbritannien, den Niederlanden und den USA untersucht. Die Befunde zeigen ein gemischtes Bild. Greift man auf die Kennzahlen zum Verschuldungsgrad zurück, so stellen sich die Haushalte in Deutschland tendenziell widerstandsfähiger dar als die Haushalte in den Vergleichsländern. Allerdings ist die laufende Belastung der hiesigen Haushalte mit Immobilienkrediten im Verhältnis zum Einkommen vergleichsweise groß, insbesondere im unteren Einkommensquartil. Die hohe Belastung kann auf eine schnelle Tilgung der Kredite zurückzuführen sein. Bei Absorption ökonomischer Schocks kann dieser Umstand hinderlich sein, obwohl eine schnelle Rückführung der Kredite langfristig eher stabilisierende Wirkung ausübt.

Summary: The aim of the study is to assess whether the households in Germany have sufficient financial buffers to overcome the current financial and economic crisis, without getting into financial distress. Against the background of distinct regimes of real estate financing, the economic situation of private households in Germany, Britain, the Netherlands and the United States is evaluated. For this purpose aggregated data and micro household data are used. The findings show a mixed picture. With respect to solvency ratios the households in Germany tend to be more resistant than the households in the comparison countries. However, the current burden on budgets caused by monthly debt service is comparatively large, especially in the lower income quartile. Quick repayment of loans may be responsible for the high burden of German households. The high debt service can impair the households' capacity to absorb an economic shock despite the fact that a quick repayment of loans rather exerts a stabilizing effect in the long run.

1 Einleitung

Die Bedeutung der privaten Haushalte für Konjunktur und Liquiditätsversorgung im Bankensektor legt die Vermutung nahe, dass deren finanzielle Situation eine der entscheidenden Einflussfaktoren für Länge und Tiefe der Finanzmarktkrise ist. In Ländern, in denen nicht nur Unternehmen und Banken, sondern auch die privaten Haushalte in großem Stil Entschuldung (De-leveraging) betreiben müssen, ist von einer länger anhaltenden Deflationierung der Vermögenspreise auszugehen als in Ländern, in denen sich die privaten Haushalte in einer komfortablen wirtschaftlichen Situation befinden. Letzteres erspart starke, Ausgaben reduzierende Anpassungsreaktionen. Zudem hält sich für die Kreditgeber das Risiko von Ausfällen bei Immobilien- und Verbraucherkrediten in Grenzen, wenn die privaten Haushalte wirtschaftlich gesund sind.

Es stellt sich daher die Frage, wie es um die finanzielle Situation der Haushalte in Deutschland bestellt ist, welche Reserven sie besitzen, um ihren Schuldendienst zu meistern und gegebenenfalls auch ökonomische Schocks, zum Beispiel durch eine unerwartete Arbeitslosigkeit oder durch plötzliche starke Zinserhöhungen, abfedern zu können. Ziel dieses Beitrages ist es, eine Antwort zu geben. Die Liquiditäts- und Vermögensposition der hiesigen Haushalte wird untersucht und mit der von Privathaushalten in den Niederlanden, Großbritannien und den USA verglichen. Diese drei Länder sind aus zwei Gründen interessante Referenzmodelle. Zum einen hat die Verschuldung des Haushaltssektors in allen drei Ländern im letzten Jahrzehnt stark zugenommen. Im Gegensatz zur Entwicklung in Deutschland sind in den USA die Schulden der privaten Haushalte zwischen 1995 und 2006 auf 140 Prozent der verfügbaren Einkommen gestiegen, in Großbritannien auf 160 Prozent und in den Niederlanden auf 250 Prozent. Zum anderen unterscheiden sich die Immobilienfinanzierungssysteme dieser Länder wesentlich vom deutschen System. Für die Gesamtverschuldung der Haushalte spielen gerade Immobilienkredite eine entscheidende Rolle (Duygan-Bump und Grant 2008).

Ökonomische Schocks treffen nicht jeden Haushalt im gleichen Maße. Vielmehr sind die Auswirkungen negativer Entwicklungen auf den Finanzsektor davon abhängig, wie „weit“ der jeweilige Haushalt von der Überschuldung entfernt ist und welcher Anteil der Privathaushalte akut gefährdet ist. Diese Unterschiede können aggregierte Daten nicht abbilden. Aufschluss ist hier nur von disaggregierten Daten zu erwarten, wie sie im Rahmen von regelmäßigen Haushaltsbefragungen erhoben werden. Solche Individualdaten sind für Deutschland und die

Niederlande hinreichend zeitnah verfügbar, nicht aber für die USA und Großbritannien. Unterstützend wird daher auch auf aggregierte Daten zurückgegriffen.

Unsere Befunde zeigen ein gemischtes Bild. Greift man auf die Kennzahlen zum Verschuldungsgrad zurück, so stellen sich die Haushalte in Deutschland gut kapitalisiert und damit tendenziell widerstandsfähiger dar als die Haushalte in den Vergleichsländern. Allerdings ist die laufende Belastung der hiesigen Haushalte mit Immobilien- und Verbraucherkrediten im Verhältnis zum Einkommen vergleichsweise groß. Insbesondere die Haushalte im unteren Einkommensquartil sind stärker belastet als deren Gegenüber in den Referenzländern. Die hohe Belastung ist vermutlich einer schnellen Rückzahlung der Kredite geschuldet. Bei der Absorption ökonomischer Schocks kann dieser Umstand hinderlich sein, obwohl eine schnelle Tilgung langfristig eher stabilisierende Wirkung ausübt.

2 Immobilienfinanzierung und Überschuldung von privaten Haushalten

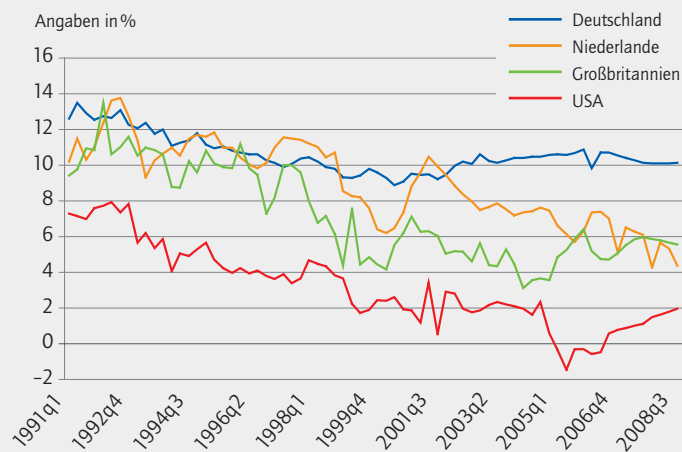
Immobilien nehmen regelmäßig einen bedeutenden Anteil am Vermögen der Haushalte ein. Die Entwicklung auf dem Markt für privat genutzte Immobilien schlägt somit unmittelbar auf die wirtschaftliche Position der Haushalte durch. So führen Dynan und Kohn (2007) die Verschuldung der US-Haushalte wesentlich auf den Anstieg der Immobilienpreise zurück. Offensichtlich ist der Effekt der Hauspreise auf der Aktivseite der Haushaltsbilanz. Steigen die Immobilienpreise werden die Haushalte reicher, ihr Vermögen nimmt zu. Auf der Passivseite macht sich dieser Effekt durch einen Anstieg des Eigenkapitals bemerkbar. Sinken die Preise, tritt der umgekehrte Fall ein.

Weniger offensichtlich, und stark vom Finanzierungsverhalten der Banken abhängig, ist der Einfluss des Immobilienmarktes auf den Fremdkapitalbestandteil der Haushaltsbilanz und die kurzfristige Liquidität der Haushalte. In dem Maße wie Banken bereit sind, die Immobilie zu beleihen, steigt die verfügbare Liquidität für den Konsum. Es kommt zu einem Passivtausch, bei dem Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt wird. Die Analogie aus dem Unternehmenssektor ist die erfolgswirksame Auflösung von Rücklagen zum Zwecke des Ausgleichs der Gewinn- und Verlustrechnung. Je stärker die Haushalte diesen Passivtausch forcieren, desto geringer wird ihr Eigenkapital und desto weniger sind sie in der Lage ökonomische Schocks zu absorbieren. Ein Absinken der Immobilienpreise führt dann sehr schnell zur Überschuldung.

Nun können Haushalte Situationen mit negativem Eigenkapital durchaus überstehen, wenn ihr Einkommen hoch genug ist, um den Schuldendienst für den Immobilienkredit weiterhin zu leisten. Entscheidend für das Ausmaß der Ausfälle ist daher auch, inwiefern ein Anreiz besteht, die Kreditbedienung fortzusetzen. Dieser Anreiz ist in hohem Maße von den institutionellen Gegebenheiten (zum Beispiel den Haftungsregeln bei Ausfall) bestimmt. Will man daher die Anfälligkeit von Haushalten gegenüber ökonomischen Schocks analysieren, kommt man nicht um hin, auch die institutionelle Seite einzubeziehen und das jeweilige System der Immobilienfinanzierung zu betrachten.

3 Unterschiedliche Systeme der Immobilienfinanzierung in den USA, Deutschland, Großbritannien und den Niederlanden

Abbildung 1: Sparquoten in Prozent des verfügbaren Einkommens



Quelle: OECD Economic Outlook.

US-Privathaushalte stehen am Anfang der Kette von Ereignissen, die zur Finanzmarktkrise geführt haben. Über Jahre hinweg war die Sparquote der US-amerikanischen Haushalte gesunken und erreichte in manchen Perioden negative Werte. Erst im Zuge der Krise ist sie wieder im Anstieg begriffen (siehe Abbildung 1). Auch in Großbritannien und den Niederlanden unterliegt die Sparquote seit Jahren einem Abwärtstrend. Der Anteil, den deutsche Haushalte von ihrem verfügbaren Einkommen sparen, hält sich hingegen vergleichsweise stabil über der 10-Prozent-Marke. Negative Sparquoten bedeuten, dass die Haushalte

im Aggregat mehr als ihr verfügbares Einkommen konsumieren. Der Überkonsum wurde in den USA auch durch Entnahmen aus dem Immobilienvermögen finanziert.

Voraussetzung dafür war die Bereitschaft der US-amerikanischen Banken, den Haushalten die gewünschte Liquidität für den Konsum durch Beleihung der Immobilie oft bis zur Grenze von 100 Prozent zur Verfügung zu stellen. Üblich war auch die Einräumung von zusätzlichen Krediten auf der Basis von Wertzuwächsen des Hauses (vergleiche zum Beispiel Rudolph 2008). Ein massiver Passivtausch getragen durch den Wertanstieg der Immobilien war die Folge.

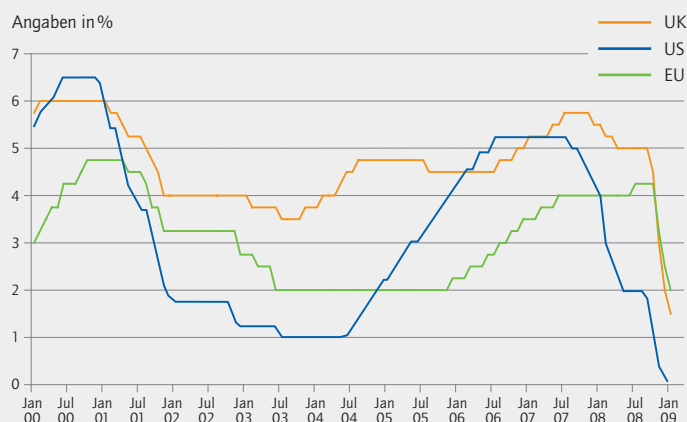
Die Hypothekenkreditverträge sehen in den USA häufig keine Haftung des Schuldners vor, die über die als Sicherheit dienende Immobilie hinausgeht. Fällt bei einem solchen Haftungsregime der Wert der Immobilie unter den ausstehenden Kreditbetrag, ist bei einer Einstellung des Schuldendienstes der Rückgriff auf das Privatvermögen des Hypothekenschuldners ausgeschlossen (vergleiche Pfingsten in diesem Heft). Die beschränkte Haftung der privaten amerikanischen Hausbesitzer wird oft als Hauptursache für den flächendeckenden Kreditausfall und die massenhafte Aufgabe der zugehörigen Häuser durch die Besitzer gesehen (zum Beispiel Sinn 2008). Bewiesen ist die These vom strategischen Ausfall aufgrund einer beschränkten Haftung zwar nicht. Häufig wird mit dem eigenen Haus auch ein ideeller Wert verbunden, der den Geldwert bei weitem übersteigt (Bester 1994). Eine Krisen beschleunigende Wirkung dieses Regimes ist indes nicht von der Hand zu weisen. Das Wissen um die Chance, sich der Hausschulden schnell zu entledigen, kann im Vorfeld einen zusätzlichen Anreiz zur Vermögensentnahme und damit zum Passivtausch geschaffen haben.

Bei einem Großteil der Kreditverträge in den USA sind variable Zinssätze vereinbart. Die Privathaushalte sind damit makroökonomischen Schwankungen sehr viel stärker ausgesetzt als bei einem Festzinsregime. Sie profitieren von Phasen tendenziell zurückgehender Zinsen, müssen aber auch die zusätzliche finanzielle Last bei einem Anstieg tragen.

Ähnlich wie steigende Anleihezinssätze die Kurse der Wertpapiere reduzieren, bewirken steigende Hypothekenzinsen bei konstantem Nutzwert der Immobilie unmittelbar einen Rückgang des Wiederverkaufspreises (Marktwert). Am Ende von Boomphasen kommt zu diesem direkten Effekt eines Zinsanstieges noch der indirekte Effekt hinzu. Der prinzipiell Nachfrage erhöhende Effekt der Preissenkung wird überkompensiert. Erhöhte Finanzierungskosten dämpfen den

Anstieg der Nachfrage und die von den Banken aufgrund des höheren Risikos eingezogenen Finanzierungsbeschränkungen würgen ihn schließlich ab. Der Nachfragerückgang mündet in einen weiteren Preisverfall und letztlich in eine Abwärtsspirale. Unter den Bedingungen eines vorangegangenen massiven Passivtausch und eines bedeutenden Anteils von Hypotheken mit variablem Zinssatz, wie dies in den USA der Fall war, treten dann bei einem großen Zinsaufschlag mehrere Phänomene gleichzeitig auf: Überschuldung der Haushalte, Unfähigkeit den nunmehr erhöhten Schuldendienst fortzuführen und schließlich der Anreiz, sich der Hausschulden durch Aufgabe der Immobilie schnell zu entledigen.

Abbildung 2: Entwicklung des Leitzinses in den USA, Großbritannien und der Eurozone (Deutschland und die Niederlande)



Quelle: Bank of England, Federal Reserve, and ECB.

Hypothekenzinsen folgen tendenziell dem Leitzins. Die FED hob zwischen 2004 und 2007 die US-Leitzinsen in mehreren Schritten von einem Prozent auf 5,25 Prozent an (Abbildung 2). Dieser Anstieg erhöhte die finanzielle Belastung vieler US-Haushalte spürbar. Die nachfolgenden schnellen Zinssenkungen konnten den Trend nicht umkehren. Seit Mitte 2007 ist eine deutliche Zunahme bei den Risikoaufschlägen für Hypothekenkredite zu verzeichnen. So lag in den USA der niedrigste Zinssatz für Hypotheken mit jährlicher Zinsanpassung bei 3,36 Prozent. Im März 2008 betrug der Zinssatz 5,24 Prozent.¹

1 www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a3Vhp40UwPFM&refer=home

Betrachtet man im Vergleich dazu das Regime der Immobilienfinanzierung in Deutschland, zeigen sich wesentliche Unterschiede zum US-System. Die anders als in den USA verbotene Abzugsfähigkeit privater Schuldzinsen von der Einkommenssteuer übt einen dämpfenden Einfluss auf die Preisentwicklung aus und reduziert somit die Wahrscheinlichkeit von Boomphasen. Als einziges der vier Länder hat Deutschland zwischen 1997 und 2007 ein Absinken der Preise (–7 Prozent) für selbst genutzte Immobilien zu verzeichnen (Bank of International Settlement 2006; Ott-Laubach und Plattner 2008). Eine Vollbeleihung der Immobilie ist eher die Ausnahme denn die Regel. Pfandbriefe zur Refinanzierung können Kreditgeber nur auf Finanzierungen begeben, deren Fremdkapitalanteil 60 Prozent nicht übersteigt. Bei der Finanzierung über Bausparkassen liegt die Kreditgrenze immerhin bei 80 Prozent. Kredite werden üblicherweise mit festen Zinssätzen über eine Laufzeit von fünf bis zehn Jahren vergeben.

Die Banken sind kaum darauf eingestellt, Kredite auf den Wertzuwachs von Immobilien zu gewähren. Entnahmen aus dem Immobilienvermögen werden allenfalls bis zur ursprünglichen Kredithöhe finanziert. Damit sind die Möglichkeiten für einen Passivtausch massiv eingeschränkt. Wertzuwächse von Immobilien stärken unter diesen Umständen vorwiegend die Eigenkapitaldecke der Haushalte.

Die in Deutschland üblichen Kreditverträge räumen dem Kreditgeber den Durchgriff auf das Privatvermögen des Schuldners ein, wenn dieser seine Hypothek nicht mehr bedient. Die Aufgabe des Hauses in Situationen, in denen der Wert der Kreditsicherheit unter den ausstehenden Kreditbetrag fällt, entlastet somit, anders als in den USA, nicht von der Rückzahlungsverpflichtung. Diese Haftungsregel beseitigt den Anreiz zum strategischen Ausfall. Dies und die mangelnde Bereitschaft der Banken einen weit reichenden Passivtausch zu finanzieren, bewirken eine vergleichsweise starke Abkopplung der finanziellen Stabilität der hiesigen Haushalte von den Entwicklungen auf dem Markt für privat genutzte Immobilien.

Großbritannien hat einen ähnlichen Immobilienpreisboom wie die USA erlebt (Bank of England 2008). Zwischen 1997 und 2007 sind die nominalen Häuserpreise um mehr als 200 Prozent gestiegen. Seit Oktober 2007 allerdings fallen die Preise mit großer Geschwindigkeit. Die variable Verzinsung ist noch stärker verbreitet als jenseits des Atlantiks (Bank of International Settlement 2006, Van Els, Van den End und Van Rooij 2003). Vollbeleihungen und Entnahmen aus dem Immobilienvermögen sind üblich (Bank of International Settlement 2006). Großbritannien besitzt ebenso wie die USA einen Subprime Markt, auf dem

auch Kredite mit zeitweiliger Tilgungsfreiheit verbreitet sind (Financial Services Authority 2007). Allerdings ist das Haftungsregime restriktiver. Hypothekenschuldner haften auch mit ihrem Privatvermögen.

Tabelle 1

Wesentliche institutionelle Unterschiede im System der Immobilienfinanzierung zwischen Deutschland, Großbritannien, Niederlanden und den USA

	Deutschland	Niederlande	Großbritannien	USA
Vorherrschendes Zinsregime	Festzins	Festzins	variable Verzinsung	gemischt*
Gewichtung Eigenkapitalfinanzierung	hoch	mittel	eher niedrig	eher niedrig
	Vollbeleihung selten	Vollbeleihung häufig	Vollbeleihung häufig	Vollbeleihung häufig
Bereitschaft von Banken zur Finanzierung von Entnahmen aus Immobilienvermögen	gering	hoch	hoch	hoch
Haftung des Kreditnehmers	voll	voll	voll	häufig beschränkt auf Immobilie
Einkommensteuer: Abzugsfähigkeit der privaten Hypothekenzinsen?	nein	ja	nein	ja
Verbreitung (zeitweiser) tilgungsfreier Kredite	niedrig	hoch	mittel	mittel

* Die Literatur ist hier nicht einheitlich. Bank of International Settlement (2006) weist nur eine Quote von etwas mehr als 20 Prozent mit variabler Verzinsung aus. Die Basis dafür sind allerdings nur Hypotheken mit erstklassigen Grundpfandrechten. Jüngere Quellen sprechen allerdings davon, dass circa 50 Prozent der Hypotheken mit variablem Zinssatz ausgestattet waren (Rudolph 2008). Grundsätzlich existiert in den USA keine Vorfälligkeitsentschädigung bei Kündigung eines Kredites. Bei sinkenden Zinssätzen sind damit auch die Festzins-Kreditnehmer mit quasi-variablen Zinssätzen ausgestattet.

In den Niederlanden haben sich die Hauspreise zwischen 1997 und 2007 verdoppelt. Das Jahr 2008 endete jedoch erstmals seit 1990 mit einem Minus.² Befördert wurde der Preisauftrieb teilweise durch ähnliche Faktoren (siehe Tabelle 1) wie in den beiden anderen Boomregionen: Bereitschaft der Banken zur Finanzierung der Vermögensentnahme und ein Trend zur Vollbeleihung. Hinzu kommt ein starker Anreiz zum Immobilienbesitz durch die steuerliche Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen. Es gibt in den Niederlanden seit einigen Jahren einen stabilen Trend zu tilgungsfreien Krediten. Der Anteil von sogenannten „non-repayment mortgages“ ist von 58,4 Prozent im Jahr 1992 auf 88,4 Prozent im Jahr 2005 gestiegen (Cunha, Lambrecht und Pawlina 2007). Allerdings ist der weit überwiegende Teil der Kreditverträge mit festen Zinssätzen ausgestattet. Die Banken haben zudem bei Kreditausfall das Recht, auf das Privatvermögen des Schuldners zuzugreifen. Das Immobilienfinanzierungsregime der Niederlande ähnelt dennoch

2 Dutch Association of Real Estate Agents (NVM) und www.globalpropertyguide.com/Europe/Netherlands/Price-History

mehr dem britischen und dem US-amerikanischen Regime als dem deutschen System.

Trifft die These von der engen Verknüpfung zwischen Immobilienfinanzierung und Haushaltsverschuldung zu, müssten sich die institutionellen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern auch in den Liquiditäts- und Vermögenspositionen der Haushalte widerspiegeln. A priori ist zu vermuten, dass die Verschuldungssituation von Haushalten mit Immobilienbesitz in den angelsächsischen Ländern und den Niederlanden gravierender ist als in Deutschland. Im Folgenden untersuchen wir anhand geeigneter Kennzahlen, ob ein solcher Zusammenhang erkennbar ist.

4 Datenquellen

Die entsprechenden Individualdaten zum finanziellen Verhalten von Haushalten stammen vom deutschen Sozioökonomischen Panel (SOEP), vom Survey der holländischen Nationalbank DNB sowie vom britischen und vom US-amerikanischen Haushaltspanel BHPS und PSID.³

Das SOEP führt in regelmäßigen Mehrjahresabständen Erhebungen zur Vermögenssituation der Haushalte durch. Die jüngste Bestandsaufnahme datiert aus dem Jahre 2007. Die vorhergehende Welle stammt aus dem Jahr 2002. Um zeitliche Entwicklungen abzubilden, wird auf beide Wellen zurückgegriffen. Aus Vergleichsgründen wird die Zwei-Zeitpunkt-Betrachtung auch für die Referenzländer angewandt.

Informationen aus den Jahren 2002 und 2007 liegen für das SOEP und das DNB Household Survey vor. Die jüngsten Wellen des BHPS liefern allerdings nur Informationen zu 2000 und 2005, die des US-amerikanischen Haushaltspanels PSID nur Informationen zu den Jahren 2003 und 2005. Nähere Angaben zu den verwendeten Daten finden sich im Anhang.

Die Häuserpreise waren zu dem Zeitpunkt noch im Steigen begriffen. Die Wende trat in den USA im Frühjahr 2006, in Großbritannien erst im Oktober 2007 ein. Das US-Zinsniveau hatte sich jedoch bereits relativ weit vom Tiefststand von einem Prozent im ersten Halbjahr 2004 entfernt und war auf mehr als drei Prozent angestiegen. Auch das bri-

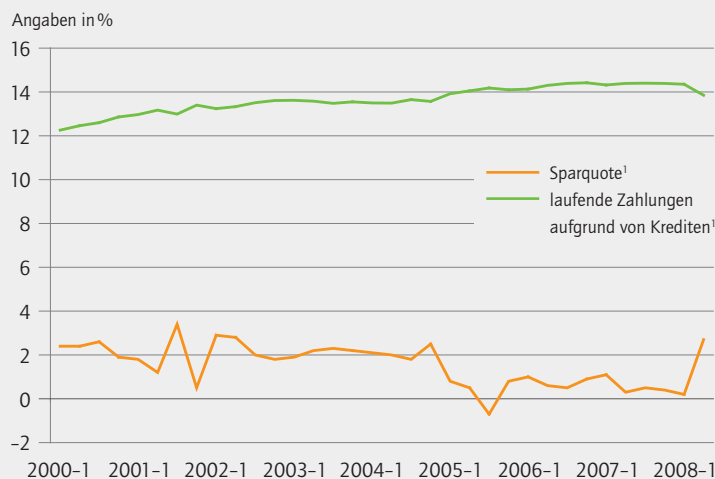
3 British Household Panel Survey (BHPS) und Panel Study of Income Dynamics (PSID).

tische Zinsniveau lag in 2005 mit 4,5 Prozent über dem Tiefststand von 3,5 Prozent Mitte des Jahres 2003 (siehe Abbildung 2).

5 Verschuldungssituation der Haushalte in den vier Ländern

Die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens bewertet man üblicherweise anhand von Messzahlen für die Zinsdeckung (zum Beispiel Schuldendienst zu Ertrag) und für den Verschuldungsgrad (zum Beispiel Fremdkapital zu Bilanzsumme). Für die Beurteilung von Haushalten lassen sich analoge Messzahlen finden. Als Messzahl für die Zinsdeckung verwenden wir den *Schuldendienst* zum *Haushaltseinkommen*. Als Kennzahlen für den Verschuldungsgrad werden die *Verschuldung* im Verhältnis zum *Einkommen* und die *Verschuldung* relativ zum *Haushaltsvermögen* herangezogen. Das Haushaltsvermögen umfasst Immobilien, Ersparnisse, Wertpapiere, Beteiligungen und andere finanzielle Vermögenswerte. Die Haushaltsverschuldung wird durch Hypotheken dominiert. Ihr Anteil an der Gesamtverschuldung in den drei europäischen Ländersamples liegt bei über 90 Prozent. In der US-Stichprobe ist der Anteil mit durchschnittlich 80 Prozent etwas geringer. Dort spielen offensichtlich andere Kreditarten (zum Beispiel Konsumentenkredite) für die finanzielle Belastung der Haushalte eine größere Rolle als in den betrachteten europäischen Ländern.

Abbildung 3: Laufende Kreditzahlungen der privaten Haushalte in den USA



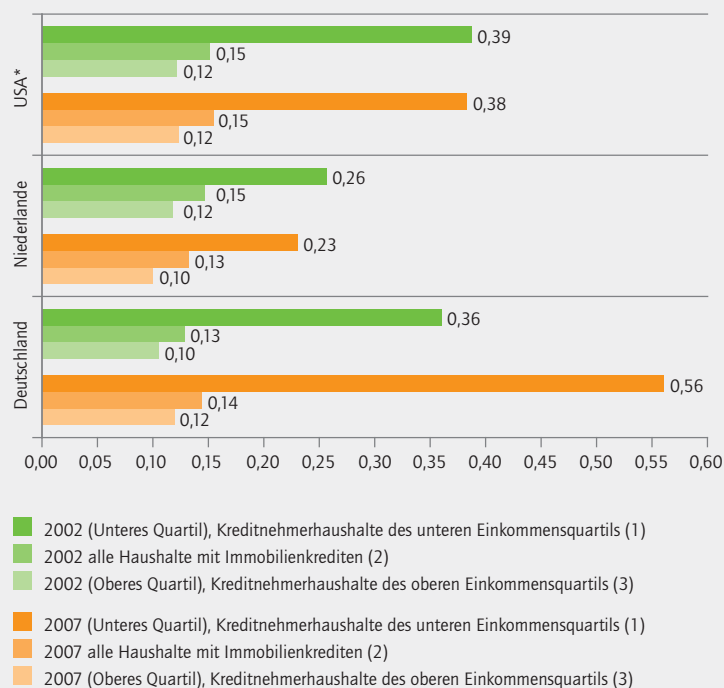
Quelle: Constant und Zimmermann (2008).

Die erste Kennzahl bildet die Fähigkeit der Haushalte ab, die Belastung durch die Verschuldung aus dem laufenden Einkommen zu tragen. Hier ist zu beachten, dass die Daten aus dem Jahr 2005 die Belastung für britische und amerikanische Haushalte zum Zeitpunkt des Krisenausbruchs im Jahr 2007 vermutlich tendenziell unterschätzen. Wie Abbildung 3 zeigt, ist der Schuldendienst amerikanischer Haushalte im Aggregat zwischen 2005 und 2007 weiter angestiegen. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch für britische Haushalte (Hellebrandt und Young 2008).

Die zweite Kennzahl gibt die Anzahl der Jahreseinkommen wieder, die benötigt würden, um die Schuld zu tilgen. Sie reflektiert die Fähigkeit des Haushaltes die Schulden zurückzuführen und wird daher als Tilgungskapazität bezeichnet. Die dritte Kennzahl zeigt den relativen Abstand des Haushaltes vom Zustand der Überschuldung und damit dessen Solvenz an.

5.1 Tragbarkeit der laufenden Belastungen

Abbildung 4: Monatlicher Betrag für Bedienung der Restschulden aus Hauskrediten im Verhältnis zu monatlichen Haushaltsbruttoeinkommen



* Angaben beziehen sich auf 2003 bzw. 2005

Quelle: SOEP und DNB Household Survey (2002 und 2007), PSID (2003 und 2005).

Abbildung 4 zeigt den Anteil des monatlichen Haushaltseinkommens, den kreditbelastete Haushalte für die laufenden Zins- und Tilgungszahlungen aufwenden müssen. Entsprechende Zahlen für Großbritannien sind nicht verfügbar, daher beschränkt sich der folgende Belastungsvergleich mittels Mikro-Haushaltsdaten auf Deutschland, die Niederlande und die USA. Von den Haushalten in Großbritannien ist allerdings bekannt, dass die Belastung zwischen 2000 und 2008 zugenommen hat. Laut einer Umfrage im Auftrag der Bank of England (Hellebrandt und Young 2008) stieg der Anteil der Haushalte in Großbritannien, die mehr als 35 Prozent ihres Einkommens für den Schuldendienst aufwenden müssen, kontinuierlich an. Auch der Anteil derjenigen, die zwischen 20 und 25 Prozent ihres Einkommens aufwenden müssen, ist größer geworden. Abgenommen hat hingegen der Anteil der Haushalte, die weniger als zehn Prozent für die Bedienung ihrer Immobilienschulden verwenden.

Die von oben nach unten platzierten Balken zeigen jeweils Medianwerte⁴ für (1) die gering verdienenden Haushalte, (2) die gesamte Stichprobe und (3) die gut verdienenden Haushalte. Der Schuldendienst wird relativ zum Bruttoeinkommen gemessen.⁵ Zwischen den beiden Erhebungszeitpunkten ist die Belastung bei der Gesamtheit der Haushalte in Deutschland (2) leicht angestiegen, in den Niederlanden ist sie trotz des Anstiegs der Haushaltsverschuldung im Aggregat erstaunlicherweise gesunken und für die USA konstant geblieben. Bei einem Blick auf die Situation der einkommensschwachen Haushalte (aus dem untersten Quartil der Einkommensverteilung) lässt sich qualitativ ein ähnliches Bild feststellen (jeweils oberer Balken in Abbildung 4). Die Belastung für holländische (US-)Haushalte ist leicht gesunken (gleich geblieben),⁶ wohingegen die Haushalte in Deutschland mit Immobilienschulden in 2007 einen höheren Anteil ihres Einkommens für den Schuldendienst als in 2002 aufwenden müssen. Der Anstieg bei den einkommensschwachen Haushalten hierzulande fällt überproportio-

4 Der Medianwert ist ein Niveau, das sicherstellt, dass die gleiche Zahl von Haushalten unter und über diesem Niveau liegt. Bei Einkommensverteilungen ist der Median gegenüber dem Mittelwert das bevorzugte Maß, da Einkommensverteilungen meist unsymmetrisch sind und das arithmetische Mittel stark auf Ausreißer reagiert.

5 Berechnet auf das Nettoeinkommen fällt der Schuldendienst für das obere Einkommensquartil etwas höher aus als im Verhältnis zu Bruttoeinkommen. Bei den Haushalten im unteren Einkommensquartil ist die Steuerbelastung gering. Die Schuldenbelastung relativ zum Nettoeinkommen unterscheidet sich daher wenig von dem Wert bezogen auf das Bruttoeinkommen. Lediglich in den Niederlanden ist die Schuldendienst-Nettoeinkommensrelation für das untere Einkommensquartil mit 30 (2002) und 33 Prozent (2007) wesentlich höher als die Relation Schuldendienst-Bruttoeinkommen.

6 Die Daten für die USA geben nur die Veränderungen zwischen den Jahren 2003 und 2005 wieder. Dieser Zeitraum liegt vor Beginn der Finanzmarktkrise.

nal hoch aus. Im Durchschnitt müssen hiesige Haushalte mehr als die Hälfte ihres Einkommens für den Schuldendienst aufwenden.

Dieser große Anstieg der Belastung in Deutschland von Haushalten mit Immobilien- und Konsumentenkrediten im Vergleich zu den Referenzländern Niederlande und USA gibt zunächst Rätsel auf. Schließlich gilt die Nichtbedienung von Hauskrediten durch einkommensschwache US-Haushalte als eigentlicher Auslöser der Finanzkrise. Die mit 38 Prozent vergleichsweise moderat ausfallende Belastung der einkommensschwachen US-Haushalte kann jedoch dem frühen Erhebungszeitpunkt geschuldet sein. Gerade die Jahre 2005 und 2006 waren Boomjahre bei der Vergabe von Subprime-Krediten, die mit anfänglicher Tilgungsaussetzung und Lockzinsen versehen waren. Die damit verbundenen später steil ansteigenden Belastungen spiegeln sich in den hier verfügbaren Daten aus der Endphase des Immobilienbooms nicht wider.

Auf den ersten Blick überraschend ist auch der Abstand zwischen den einkommensschwachen Haushalten in Deutschland und den Niederlanden. Vermutlich ist die sehr niedrige Belastung der Haushalte in den Niederlanden aber auf die starke Nutzung von tilgungsfreien Hauskrediten zurückzuführen (Bank of International Settlement 2006, Cunha, Lambrecht und Pawlina 2007). Solange nicht zurückgezahlt wird, ist die laufende Belastung der Haushalte naturgemäß sehr viel niedriger als bei Standardkreditverträgen. Allerdings kann auf diese Weise auch kein zusätzliches Eigenkapital (außer dem Wertzuwachs) gebildet werden. Um zu erkennen, ob die niedrige Belastung tatsächlich mit der Verwendung der Finanzinnovation „non-repayment mortgage“ in Zusammenhang steht, muss auf Kennziffern zurückgegriffen werden, die auf den Verschuldungsgrad abstellen.

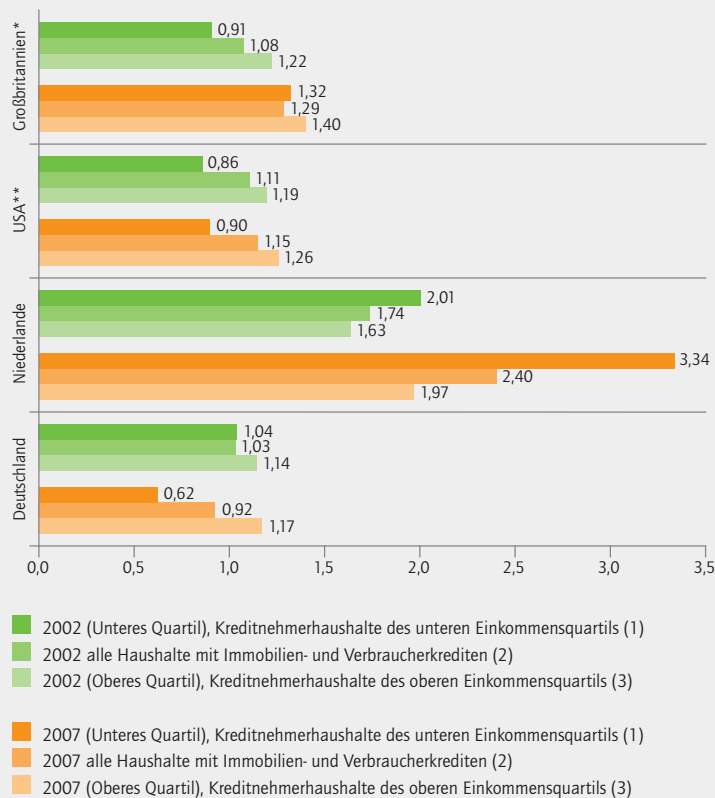
Im oberen Einkommensquartil zeigen sich keine großen Unterschiede im Belastungsprofil zwischen den Ländern. Gutsituierte Haushalte müssen zwischen 10 und 12 Prozent des Einkommens für den Schuldendienst aufwenden. Auch in diesem Segment ist die Belastung zwischen 2002 und 2007 für die Haushalte in den Niederlanden gefallen.

5.2 Tilgungskapazität

Das zweite Indiz für die Fähigkeit des Haushaltes die Schulden zu tragen, das Verhältnis von Verschuldung und Einkommen, zeigt ein anderes Bild. Bezogen auf die Gesamtheit aller Haushalte mit Haus- und Verbraucherkrediten hält hier die Niederlande eindeutig die Spitzenposition. Die Haushalte in den Niederlanden benötigen die höchste Anzahl von Jahresgehältern, um ihre Schulden zu tilgen (mittlere Bal-

ken Abbildung 5) und bauten zwischen 2002 und 2007 ihre Spitzenposition weiter aus. Als einziges der vier Vergleichsländer haben die Haushalte in Deutschland einen Rückgang bei der Anzahl der aufzuwendenden Jahresgehälter zu verzeichnen.

Abbildung 5: Höhe der Gesamtverschuldung im Verhältnis zum Jahreseinkommen



* Angaben zu Großbritannien beziehen sich auf 2000 bzw. 2005

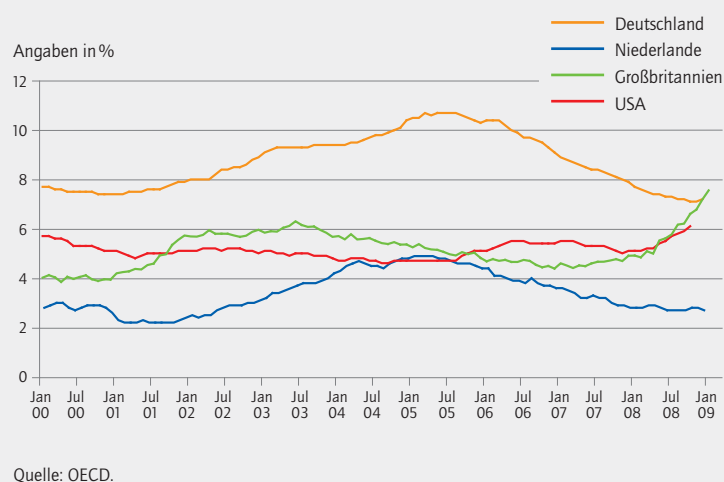
** Angaben zu den USA beziehen sich auf 2003 bzw. 2005

Quelle: SOEP und DNB Household Survey (2002 und 2007), PSID (2003 und 2005) und BHPS (2000 und 2005).

Betrachtet man allein die einkommensschwachen Haushalte bleibt der Rückgang bei der Anzahl an notwendigen Jahresgehältern für die Haushalte in Deutschland erhalten. Wiederum fällt der Anstieg für die niederländischen Haushalte mit mehr als 60 Prozent am höchsten aus. Ein ähnliches Bild mit gedämpftem Verlauf liefern auch die einkommensstarken Haushalte im oberen Quartil (Abbildung 5, untere Balken).

Auch bei der Tilgungskapazität der Haushalte sollte im Blick behalten werden, dass die verfügbaren Zahlen die Situation in den USA und Großbritannien zu Beginn der Krise tendenziell unterschätzen. Die günstige Entwicklung bei den deutschen Haushalten könnte durch eine vergleichsweise hohe Neigung zu erklären sein, die Kreditschulden schnell zu tilgen. Hohe Tilgungsraten sind auch mit der oben festgestellten relativ hohen monatlichen Belastung kompatibel (Abbildung 4). Umgekehrt bestätigen die hohen Werte für die Haushalte in den Niederlanden die Vermutung, dass der Rückgriff auf „non-repayment mortgages“ für die niedrigen laufenden Belastungen der dortigen Haushalte verantwortlich ist. Unter diesen Umständen muss man der hohen laufenden Schuldendienstbelastung der deutschen Haushalte langfristig einen eher stabilisierenden Effekt zuschreiben.⁷ Voraussetzung ist allerdings, dass die Belastung für die Haushalte im unteren Einkommensquartil (obere Balken in Abbildung 4) auch tragbar bleibt. Dies hängt vor allem von dem Risiko der Arbeitslosigkeit ab. Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der Arbeitslosenquote. In der jüngsten Vergangenheit ist das Risiko hierzulande gesunken, ebenso wie in den Niederlanden, in Großbritannien und den USA hat es jedoch zugenommen.

Abbildung 6: Arbeitslosenquote

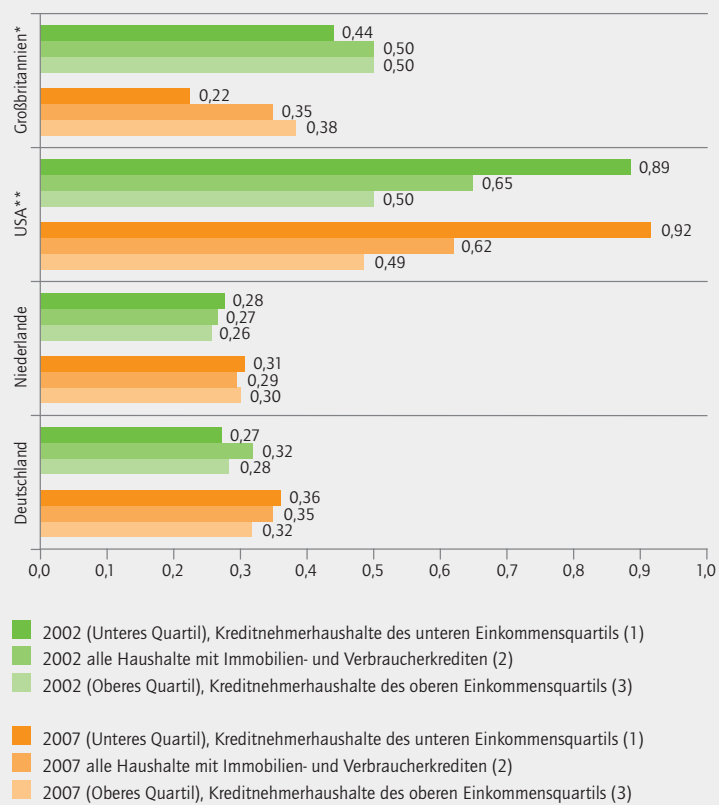


⁷ Die Berechnung der monatlichen Tilgungsrate in Prozent der ursprünglichen Hypothekenschuld ist nicht für alle Surveys möglich. Das SOEP erhebt beispielsweise keine Angaben zur ursprünglich aufgenommenen Hypothek.

5.3 Solvenz

Die Solvenzkennzahl Verschuldung zu Vermögen bildet die im Krisenfall einsetzbaren Reserven der Haushalte ab. Je höher diese Kennzahl ausfällt, desto geringer sind die Rücklagen der Haushalte und desto geringer ist deren Distanz zur Überschuldungsgrenze. Die Grenze zur Überschuldung liegt bei eins. Werte über eins sind gleichbedeutend mit negativem Eigenkapital.

Abbildung 7: Höhe der Gesamtverschuldung im Verhältnis zum Gesamtvermögen



* Angaben zu Großbritannien beziehen sich auf 2000 bzw. 2005

** Angaben zu den USA beziehen sich auf 2003 bzw. 2005

Quelle: SOEP und DNB Household Survey (2002 und 2007), PSID (2003 und 2005) und BHPS (2002 und 2005).

Die USA nimmt in beiden Vergleichsjahren (2003 und 2005) die Spitzenposition bei der Gesamtheit aller Kreditnehmerhaushalte ein (Abbildung 7). Die US-Haushalte weisen damit die geringsten Reser-

ven auf. Der Jahresvergleich zeigt zwar eine durchschnittliche Verbesserung der Solvenz der US-Haushalte zwischen 2003 und 2005. Diese Perioden waren durch stark steigende Hauspreise gekennzeichnet. Es muss daher davon ausgegangen werden, dass sich seither die Eigenkapitalsituation wieder verschlechtert hat. Ähnliches gilt für die britische Situation, auch hier sind vermutlich die gestiegenen Hauspreise für die zwischen 2002 und 2007 eingetretene Verbesserung der Eigenkapitalsituation der Haushalte verantwortlich (Bank of England 2008). In Deutschland ebenso wie in den Niederlanden ist die Eigenkapitalsituation hingegen zwischen 2002 und 2007 schlechter geworden. Der Befund für die Niederlande ist besonders bemerkenswert. Da sich die Hauspreise dort zwischen 1997 und 2007 verdoppelt haben, muss es in den vergangenen Jahren zu hohen Eigenkapitalentnahmen gekommen sein.

Im Querschnitt betrachtet, haben allerdings die beiden kontinentaleuropäischen Länder im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern die höheren Eigenkapitalpuffer. Abbildung 7 zeigt, dass in den USA und in Großbritannien die Haushalte mehr zum Passivtausch neigen. Hingegen agieren die Haushalte in den beiden kontinentaleuropäischen Ländern unabhängig vom Einkommen vorsichtiger.

Die vergleichsweise geringen Reserven der US-Haushalte zeigen sich besonders bei den weniger gut situierten Haushalten. Kennzahlen von 0.89 (2003) und 0.92 (2005) sprechen hier eine deutliche Sprache. Im Gegensatz zur Gesamtsituation hat sich die Solvenz der US-Haushalte zwischen den beiden Erhebungszeitpunkten trotz steigender Hauspreise verschlechtert. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass gerade Haushalte in diesem Segment starke Vermögensentnahmen durchgeführt haben, um ihren Konsum erhöhen zu können. Die Solvenzkennzahl und deren zeitliche Entwicklung zeigt somit bereits relativ früh und sehr viel deutlicher als die beiden übrigen Kennzahlen die hohe Krisenanfälligkeit der einkommensschwachen Haushalte in den USA. Auch kann die Kombination von geringem Schuldendienst pro Periode und kaum vorhandenen Reserven (geringe Solvenz) als Indiz dafür gewertet werden, dass strategischer Ausfall ein relevantes Phänomen darstellt.

Die höchsten Reserven der einkommensschwachen Haushalte mit Immobilienvermögen besaßen britische Haushalte. Wegen der bis zum Oktober 2007 gestiegenen Hauspreise ist davon auszugehen, dass diese Konstellation auch 2007, zwei Jahre nach der Erhebung der Daten, noch Bestand hatte. Durch den scharfen Rückgang der Preise im vergangenen Jahr hat allerdings der Anteil der Haushalte mit einem

Verhältnis von *Kredit zu Wert des Hauses* von 50 Prozent und weniger jüngst merklich abgenommen. Dagegen ist der Anteil derjenigen Haushalte mit einem Verhältnis von mehr als 50, mehr als 75 und mehr als 100 Prozent spürbar gestiegen (Hellebrandt und Young 2008). Ein preisgetriebener Anstieg der Solvenzkenzahl in jüngster Zeit kann hingegen für deutsche Haushalte wegen der andauernden Stagnation auf dem hiesigen Immobilienmarkt ausgeschlossen werden.

6 Zusammenfassung und Fazit

Ausgangspunkt der vorliegenden Untersuchung war die Frage nach der wirtschaftlichen Widerstandskraft der hiesigen Haushalte in Zeiten einer tiefgreifenden Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise. Angesichts der Rolle der US-Haushalte als Krisenauslöser und deren Verhalten bei der Immobilienfinanzierung bietet es sich an, die Antworten auf diese Frage in einem Mehrländervergleich zu suchen, in den neben den USA mit Großbritannien und den Niederlanden noch zwei weitere Länder einbezogen sind, die einen gleichzeitigen Anstieg von Hauspreisen und Haushaltsverschuldung erlebten. Um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die wirtschaftlich schwächsten Haushalte in der Regel Krisenauslöser sind, wurde nicht nur die Gesamtheit analysiert, sondern die Widerstandskraft der besonders einkommensschwachen Haushalte gesondert betrachtet.

Die Widerstandskraft von Haushalten lässt sich ähnlich wie die von Unternehmen anhand bestimmter Messzahlen beurteilen. Zur Messung der Zinsdeckung wurde die Kennzahl *Schuldendienst zum Haushaltseinkommen* herangezogen. Den Verschuldungsgrad bilden die beiden Indikatoren *Verschuldung im Verhältnis zum Einkommen* und *Verschuldung relativ zum Haushaltsvermögen* ab.

Der vermutete positive Zusammenhang zwischen einem wenig restriktiven Immobilienfinanzierungssystem und einer hohen Verschuldung zeigt sich nur grob in der deskriptiven Analyse. Vor dem Hintergrund eines sehr restriktiven Finanzierungssystems schneiden die Haushalte in Deutschland – und hier insbesondere das kritische untere Einkommenssegment – bei der Kennzahl *Verschuldung zum Einkommen* besser ab als die der Vergleichsländer. Zufriedenstellend fällt der Befund für die hiesigen Haushalte auch beim Indikator *Verschuldung zu Vermögen* aus. Bei den einkommensschwachen Haushalten ist die Eigenkapitalquote hierzulande immerhin um mehr als das Doppelte höher als bei den einkommensschwachen US-Haushalten. Allerdings ist die Zinsdeckung der Haushalte im unteren Einkommensquartil auf den ersten Blick in Deutschland ungünstiger als in den Referenzländern. Das gilt

insbesondere im Vergleich zu den niedrigen Belastungen der entsprechenden Haushalte im holländischen Nachbarland. Angesichts der dortigen hohen Verbreitung von „non-repayment mortgages“ relativiert sich der Abstand jedoch. Ist der hohe Schuldendienst einer schnellen Rückzahlung des Kredits geschuldet und bleibt dieser bezahlbar, muss ihm langfristig ein eher stabilisierender Effekt zugeschrieben werden. Die Höhe der Belastung besonders bei den gering verdienenden Haushalten signalisiert allerdings, dass der Entwicklung der Liquiditätssituation der Haushalte in Deutschland mit Immobilien- und Konsumenkrediten in Zukunft erhöhte Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte.

Literaturverzeichnis

- ▶ Bank of England (2008): Financial Stability Report, Oktober 2008. Download unter: www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfullo810.pdf
- ▶ Bank of International Settlement (2006): Housing finance in the global financial market. CGFS working group report. CGFS Papers 26. Download unter: www.bis.org/publ/cgfs26.pdf
- ▶ Bester, H. (1994): The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 26 (1), 72–86.
- ▶ Constant, A. und Klaus F. Zimmermann (2008): Im Angesicht der Krise: US-Präsidentenwahlen in transnationaler Sicht. *Wochenbericht des DIW Berlin*, 75 (44), 688–701.
- ▶ Cunha, Ricardo M., Bart M. Lambrecht und Grzegorz Pawlina (2007): The Dutch housing market: trends, risks, and outlook. *The Journal of Financial Transformation*. Download unter: www.capco.com.
- ▶ Duygan-Bump, Burcu und Charles Grant (2008): *Household debt repayment behaviour: what role do institutions play?* Quantitative Analysis Unit Working Paper QUA08-3. Federal Reserve Bank of Boston.
- ▶ Dynan, Karen E. und Donald L. Kohn (2007): *The Rise in U.S. Household Indebtedness: Causes and Consequences*. FEDS Working Paper No. 2007-37. Download unter: <http://ssrn.com/abstract=1019052>
- ▶ Financial Services Authority (2007): Review of the behaviour of intermediaries and lenders within the sub-prime mortgage market. Download unter: www.fsa.gov.uk/pages/library/communication/pr/2007/081.shtml
- ▶ Hellebrandt, Tomas und Garry Young (2008): The financial position of British households: evidence from the 2008 NMG Research survey. Bank of England, *Quarterly Bulletin* 2008 Q4, 48 (4), 384–392.
- ▶ Ott-Laubach, P. und Plattner D. (2008): *Wohnungsbau und Finanzmärkte. Systemwechsel in der Wohneigentumsfinanzierung*. Beiträge zur

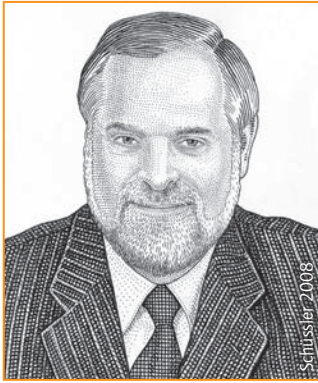
Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 40. Kreditanstalt für Wiederaufbau.

- ▶ Pfingsten A. (2009): Der Sub-Prime-Virus: Ursachen und Folgen. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, 78 (1), 14–24.
- ▶ Rudolph, B. (2008): Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 60, 713–741.
- ▶ Simigiannis G. T. und P. Tzamourani (2007): *Greek Household Indebtedness and Financial Stress: Results from Household Survey Data*. Irving Fisher Committee (IFC) Bulletin no 26. Proceedings of the IFC conference on Measuring the Financial Position of the Household Sector, Basel.
- ▶ Sinn, H. W. (2008): Glücksrittertum der Moderne. *Süddeutsche Zeitung* vom 16.12.2008.
- ▶ Van Els, P. J. A., W. A. van den End und M. C. J. van Rooij (2003): *Financial behaviour of Dutch households: analysis of the DNB Household Survey 2003*. MEB Series 2003-09. Netherlands Central Bank, Monetary and Economic Policy Department.

Anhang

Angaben zu den verwendeten Daten

Land	Jahr	Größe des Samples	Datenquelle
Deutschland	2002	11,143	SOEP Welle U
	2007	13,297	SOEP Welle X
Großbritannien	2000	8,519	BHPS Welle J
	2005	8,162	BHPS Welle O
Niederlande	2002	1,130	DNB Household Survey 2002
	2007	1,266	DNB Household Survey 2007
USA	2003	7,822	PSID Welle 2003
	2005	8,002	PSID Welle 2005



DIW Wochenbericht
6/2009,
S. 112,
Kommentar

Letzter Ausweg *Bad Bank*?

von Klaus F. Zimmermann

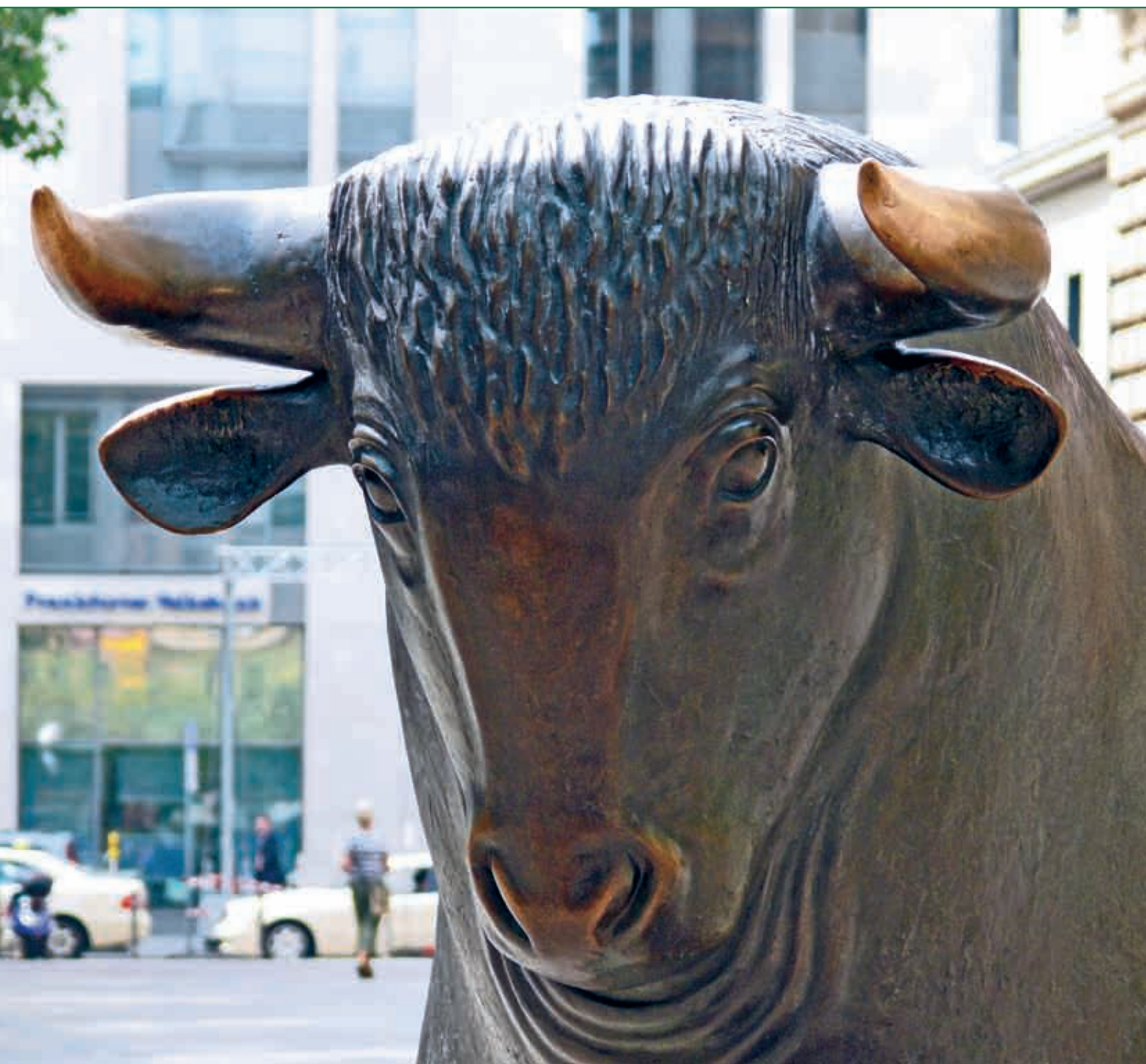
Im *Wirtschaftsdienst* hatte ich bereits im November geschrieben: „Die angemessene Reaktion auf die Finanzkrise ist eine international koordinierte Flutung der Geldversorgung, niedrige Zinsen, die Garantie der Interbankenkredite und der Spareinlagen, die Ablösung unfähiger Manager und die Bereitstellung von öffentlichem Eigenkapital durch temporäre Teilverstaatlichung (britisches Modell) oder durch die Herauslösung der Risikoaktiva in eine „Bad Bank“ (schwedisches Modell). Es ist kontraproduktiv, die Banken dabei zum Kotau zu zwingen, wie dies das deutsche Rettungspaket vorsieht, da dies wegen der Stigma-Effekte die Erfolgchancen der Gesundung schmälert. Hilfe wird so erst im letzten Augenblick angenommen. Entscheidend ist, dass die Hilfsaktion schlussendlich marktmäßig vom Verursacher finanziert wird.“ (2008/12, S.19)

Jetzt zeigt sich in aller Schärfe: Das deutsche Bankenrettungspaket war von Anfang an zu inkonsequent geschnürt. Wochen, ja Monate vergingen, ohne dass der nötige Neuaufbau der internationalen Finanzmarktarchitektur Gestalt annahm. Die Defizite der Landesbanken sind seit der Finanzkrise überwältigend transparent, ohne dass ein signifikanter Wille zu ihrer Abschaffung sichtbar wurde.

Stattdessen fallen die Dominosteine nach und nach so, dass die Politik zur Verstaatlichung großer Teile des Bankensektors und Einrichtung diverser *Bad Banks* gezwungen sein wird. Seit Beginn der Bankenrettung können sich die meisten Regierungen, die amerikanische und die deutsche vorneweg, nicht klar mit einem oder beiden dieser Instrumente anfreunden. Die positiven Erfahrungen in den skandinavischen Ländern sind tatsächlich begrenzt nützlich, da dort die Krisen national aufkamen, während wir uns heute mit einer weltweiten Vernetzung schlechter Risiken herumschlagen.

Bei einer Staatsbeteiligung erhalten die Banken frisches Kapital und der Staat direkten Einfluss. Die *Bad Bank* ermöglicht die Auslagerung fauler Wertpapiere aus den Bankbilanzen in eine eigenständige Verwertungseinheit. Die Banken könnten so weitere Abschreibungen verhindern und unbelasteter wirtschaften. Sie müssten aber endlich eigenständige Lösungen vorlegen. Falls der Staat für Papiere einstehen sollte, so muss er dies mit Ausgleichsforderungen verbinden, um Wertverluste langfristig wieder zurückzuholen.

Mit der Stützung der Deutschen Bank durch die Deutsche Post, der Beteiligung an der Commerzbank und ihrer Fusion mit der Dresdner Bank und der sich andeutenden Verstaatlichung der Hypo Real Estate ist der Staat bereits jetzt mittendrin und wahrscheinlich erst am Anfang einer langjährigen Beteiligung am Bankensektor. *Bad Banks* werden schon bald im Interesse des neuen Eigentümers sein. Es wäre deshalb besser, diese Schritte rasch zu tun, als weiter unnötig Zeit zu verlieren.



Forecasting the Fragility of the Banking and Insurance Sector*

by Kerstin Bernoth and Andreas Pick

Diskussionspapiere/
Deutsches Institut für
Wirtschaftsforschung; 882,
Berlin, 2. Februar 2009

Abstract This paper considers the issue of forecasting financial fragility of banks and insurances using a panel data set of performance indicators, namely distance-to-default, taking unobserved common factors into account. We show that common factors are important in the performance of banks and insurances, analyze the influences of a number of observable factors on banking and insurance performance, and evaluate the forecasts from our model. We find that taking unobserved common factors into account reduces the root mean square forecasts error of firm specific forecasts by up to 11 % and of system forecasts by up to 29 % relative to a model based only on observed variables. Estimates of the factor loadings suggest that the correlation of financial institutions has been relatively stable over the forecast period.

1 Introduction

The credit crunch of 2007/08 demonstrates that financial linkages between banks and insurances are considerable within and across regions. This crisis has not only severely affected the solvency of major US banks but has also put insurers and several European banks under pressure. One reason for this is the sizable market for credit derivatives, which serves banks to reallocate their exposure to credit risks. The estimated volume of global credit default swaps outstanding in 2007 is \$62.17 trillion, which is a 100-fold increase compared to the market size in 2001 and is now about twice the size of the domestic credit volume in the G10 countries.¹ With a market share of around 20 %, insurance companies are a major seller of credit protection. Additionally, insurance companies increasingly transfer insurance risks to capital markets by selling alternative risk transfer instruments such as catastrophe bonds.

* The authors are grateful to Hashem Pesaran, Vanessa Smith, and participants at the workshop "Information in bank asset prices" at Gent University and the 11th annual DNB research conference for helpful comments. The research for this paper was conducted while the first author was economist at De Nederlandsche Bank and the second author was Sinopia Research Fellow at the University of Cambridge, he acknowledges financial support from Sinopia, quantitative specialist of HSBC Global Asset Management. The opinions expressed in this paper do not necessarily represent those of DNB.

1 Source: International Swaps and Derivatives Association (ISDA)

The strong financial linkages within and between the banking and insurance sectors have important implications for financial stability. In particular, when forecasting systemic risk linkages within the financial sector need to be taken into account whether they are caused by financial linkages or by common shocks to the financial system.

In this paper, we consider the problem of forecasting the performance of banks and insurance companies individually and in aggregate in the presence of unobserved linkages and common shocks. We model the linkages between banks and insurances using unobserved common factors. Our econometric method is based on the CCE estimator of Pesaran (2006) and allows us to extract common factors while at the same time including observed variables in the regression. While the possibility of such a procedure has been hinted at by Pesaran (2006), we are not aware of any other application of this methodology to date. The first contribution of this paper is therefore of a methodological nature: the combined use of unobserved common factors and observed variables for forecasting in a panel data set.

In factor-based estimations in the literature the factors are usually obtained from panel data which are not modeled themselves by using observed variables, for example, Bernanke, Boivin and Elias (2005). This means that a large amount of other data are needed beyond the variables of interest in order to extract the factors. In our analysis, we can estimate the factors together with the parameters of the observed variables in the model and therefore only need a panel data set of the variables of interest.

The second major contribution of this paper is the investigation of the forecast performance of macroeconomic and factor augmented models of the fragility of banks and insurances. We use a number of macroeconomic variables to forecast the performance of banks and insurances in a panel data set spanning 211 banks and 120 insurance companies in 21 countries. We show that taking unobserved common factors into account leads to large improvements in the forecasts of the performance of individual financial institutions and in the forecast of systemic risk even after the macroeconomic variables have been accounted for. By estimating unobserved common factors for different groups we gain an insight into the importance of cross-sectoral and cross-regional factors and we find that information in firms in other regions and industries can improve the forecasts.

A large body of literature exists that considers the forecast of systemic risk in the financial sector, surveyed, for example, by De Bandt and

Hartmann (2002). Much of the work concentrates either on one asset, such as currency crises, for example Frankel and Rose (1996) and Kumar, Moorthy and Perraudin (2002). There are, however, a number of papers that consider the issue of currency and banking crises such as Kaminsky and Reinhart (1999).

A number of studies have investigated the issue of risk transfer between the banking and the insurance sector. Allen and Carletti (2006) use a model with banking and insurance sectors and show that credit risk transfer can be beneficial when banks face uniform demand for liquidity. However, when they face idiosyncratic liquidity risk and hedge this risk in the interbank market, credit risk transfer can be detrimental to welfare by leading to contagion between the two sectors. Monks and Stringa (2005) consider individual events and find that there is no clear evidence of spill-overs from the UK life insurance sector to the UK banking sector as a whole. However, they find evidence of a reaction from bancassurers' equity prices to life insurance events, which suggest that there is potential channel for spill-overs to the banking sector via ownership. Slijkerman, Schoenmaker and de Vries (2005) show that the cross-sectoral tail-dependence between banks' and insurers' equity prices is lower than the within-sector equity tail-dependence.

However, most papers only investigate forecasts based on observable variables, examples are the early warning systems for currency crises discussed by Kaminsky, Lizondo and Reinhart (1998), Berg and Pattillo (1999), and Edison (2003). We will show that cross-sectoral information and unobserved common factors are important for forecasting systemic risk.

Another aspect of systemic risk is financial contagion as discussed, for example, by Pesaran and Pick (2007). Financial contagion is the direct effect of a crisis of one company or in one market on the performance of other companies or markets. In this paper we are not concerned with the source of the common factors but are interested in incorporating unobserved common factors in order to improve the forecast of systemic risk. In fact, Pesaran and Pick (2007) show that as the number of cross-section units increases contagion is observationally equivalent to a common factor and may therefore be captured by unobserved common factors.

We use distance-to-default (DD) as proposed by Crosbie and Bohn (2003) as the measure of performance of the banks and insurers, which is in contrast to the papers on banking and insurance dependence mentioned above. DD is based on the theoretical option pricing

model of Merton (1974). It is therefore an internally consistent measure but will suffer from any inappropriate assumptions made in the model. However, a large literature has found DD to be an empirically useful measure.

In a survey among financial stability reports issued by central banks, Cihák (2006) shows that DD is one of the most frequently used market-based risk indicators. An advantage of DD, as pointed out by Vassalou and Xing (2004), is that it combines information about stock returns with leverage and volatility information, and is therefore a more efficient indicator of default risk than simple equity price based indicators. Market-based risk measures have been found to be more reliable than other measures relying on financial statements (Hillegeist, Keating, Cram and Lundstedt 2004, Demirovic and Thomas 2007) and to predict supervisory ratings, bond spreads, and rating agencies' downgrades in both developed and developing economies better than “reduced form” statistical models of default intensities (Arora, Bohn and Zhu 2005). Bharath and Shumway (2008) compare DD to other measures of default and find that that DD “provide(s) useful guidance for building default forecasting models” (Bharath and Shumway 2008, p 1.368). Furthermore, as pointed out by Demirovic and Thomas (2007) and Cihák (2006), market-based indicators such as DD incorporate market participants' forward-looking assessments, while accounting measures of risk, such as the z -score, are backward-looking. Gropp, Vesala and Vulpes (2006) and Chan-Lau, Jobert and Kong (2004) find that in mature and emerging market economies DD appears to be a good measure for predicting rating downgrades of banks. Finally, Gropp and Moerman (2004) show that the ability of this indicator to measure risk is not affected by the presence of explicit or implicit safety nets (e. g. ‘too-big-to-fail’).

In the next section, we discuss the econometric approach. Section 3 describes the data used in the empirical study, which are analyzed in Section 4. Finally, Section 5 concludes.

2 The econometric model

We are interested in forecasting the fragility of banks and insurances as measured by their DD at $T + h$ using the information up to time T , that is, $\hat{y}_{i,T+h|T}$, where $i = 1, 2, \dots, N$ denotes the firms, that is, the banks and insurances. We will initially focus on forecasting the fragility of individual institutions and in second a step turn to forecasting the fragility of the banking and insurance sector in aggregate.

Suppose that y_{it} can be described by the following model

$$y_{it} = \alpha_i' d_t + \beta_i' x_{it} + u_{it}, \quad t = 1, 2, \dots, T + h \quad (1)$$

where d_t is a $l \times 1$ vector of observed common factors, including the intercept, and x_{it} a $k \times 1$ vector of individual specific regressors, including lags of y_{it} .

Further assume that a financial institution's performance is correlated with the performance of other institutions beyond what can be explained by the determinants contained in the vectors d_t and x_{it} . We introduce this via the error term, u_{it} , which is assumed to contain m unobserved common factors,

$$u_{it} = \gamma_i' f_t + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

where γ_i is a $m \times 1$ vector of parameters, f_t is a $m \times 1$ vector of unobserved common factors, and $\varepsilon_i \sim (0, \Sigma_i)$, where Σ_i is a positive definite matrix.

Assume the individual specific regressors x_{it} , the common observed and unobserved factors, d_t and f_t , have vector autoregressive forms,

$$x_{it} = P_i' x_{i,t-1} + \eta_{it}, \quad \eta_t \sim \text{iid}(\mathbf{0}, \sigma_\eta^2), \quad (3)$$

$$d_t = \Lambda' d_{t-1} + \zeta_t, \quad \zeta_t \sim \text{iid}(\mathbf{0}, \sigma_\zeta^2), \quad (4)$$

$$\text{and } f_t = \Theta' f_{t-1} + \xi_t, \quad \xi_t \sim \text{iid}(\mathbf{0}, \sigma_\xi^2), \quad (5)$$

and x_{it} , d_t and f_t are assumed to be stationary. Clearly, we could assume higher order autoregressive processes for x_{it} , d_t and f_t but for expositional simplicity we restrict attention to first order auto-regressive cases. Also, the exogeneity of x_{it} and d_t with respect to f_t is assumed for ease of exposition and not strictly necessary.

2.1 Estimation of the parameters

The estimation of the parameters proceeds in three steps. First we estimate the error term u_{it} using the common correlated effects (CCE) estimator (Pesaran 2006), then recover the factors, f_t using principle components analysis, and finally obtain the parameters in (1) via OLS estimation.

We estimate the residual, $\hat{u}_i$, described in (2) in a two step approach. In the first step we apply the CCE estimator of Pesaran (2006), who shows that augmenting the regression equation (1) by cross-section averages of y_{it} and x_{it} eliminates the effects of unobserved factors and leads to a consistent estimation of β_i , which is

$$\hat{\beta}_{it} = (\mathbf{X}'_i \mathbf{Q}_M \mathbf{X}_i)^{-1} \mathbf{X}'_i \mathbf{Q}_M \mathbf{y}_i, \quad (6)$$

where

$$\mathbf{y}_i = (y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{iT})', \mathbf{X}_i = (\mathbf{x}'_{i1}, \mathbf{x}'_{i2}, \dots, \mathbf{x}'_{iT})',$$

$$\mathbf{Q}_M = \mathbf{I} - \mathbf{M}(\mathbf{M}'\mathbf{M})^{-1}\mathbf{M}', \mathbf{M} = (\bar{\mathbf{Z}}_w, \mathbf{D}),$$

$$\mathbf{D} = (\mathbf{d}'_1, \mathbf{d}'_2, \dots, \mathbf{d}'_T)', \bar{\mathbf{Z}}_w = (\bar{\mathbf{z}}'_{w1}, \bar{\mathbf{z}}'_{w2}, \dots, \bar{\mathbf{z}}'_{wT})',$$

$\bar{\mathbf{z}}_{wt} = (\sum_{i=1}^N w_i y_{it}, \sum_{i=1}^N w_i \mathbf{x}_{it})$, and w_i is the weight of institution i in the financial system. The weights are such that

$$w_i = O(1/N), \quad \sum_{i=1}^N w_i = 1, \quad \sum_{i=1}^N |w_i| < c,$$

for some constant c .

Given the consistent estimation of $\hat{\beta}_{it}$ we can calculate the residual

$$\nu_{it} = u_{it} + \alpha_i \mathbf{d}_t$$

$$\text{as } \hat{\nu}_{it} = y_{it} - \hat{\beta}'_{it} \mathbf{x}_{it}$$

After obtaining the estimated residual ν_{it} the common observed factors $\mathbf{d}_t$ are integrated out to obtain an estimate of the residual u_{it} :

$$\hat{u}_i = \mathbf{Q}_D \hat{\nu}_{it}, \quad (7)$$

with $\mathbf{Q}_D = \mathbf{I} - \mathbf{D}(\mathbf{D}'\mathbf{D})^{-1}\mathbf{D}'$. An issue in the estimation of the parameters α_i is the orthogonality of the unobserved common factors, f_t

to the observed common factors, d_t . While not critical for forecasting, a violation of this assumption clearly would bias the parameter estimates from (1), and this limitation should be borne in mind when interpreting the results for the observed common factors.

Using the estimated residuals, u_{it} , we can obtain estimates of f_t using principal components analysis. Forecasting with factors obtained from principle components has been discussed in detail by Stock and Watson (2002a) and Stock and Watson (2002b). Given that we have a estimate of u_{it} in an unbalanced panel, we estimate the unobserved factors using the EM algorithm outlined by Stock and Watson (2002b). An issue in the estimation of the factors is the choice of m . For simplicity we fix the number of factors to $m = 4$. We have also performed the forecasts for smaller m and the results remain qualitatively unchanged.

2.2 Forecasting

In order to forecast y_{it} iterate (1) and (2) h -steps forward to obtain

$$y_{i,t+h} = \alpha'_i d_{t+h} + \beta'_i x_{i,t+h} + \gamma'_i f_{t+h} + \varepsilon_{i,t+h}. \quad (8)$$

Recursive substitution yields

$$\begin{aligned} y_{i,t+h} &= \alpha'_i \Lambda_i^h d_t + \beta'_i P_i^h x_{it} + \gamma'_i \Theta_i^h f_t + \alpha'_i \sum_{j=1}^h \Lambda_i^{h-j} \zeta_{t+j} \\ &\quad + \gamma'_i \sum_{j=1}^h \Theta_i^{h-j} \xi_{t+j} + \beta'_i \sum_{j=1}^h P_i^{h-j} \eta_{i,t+j} + \varepsilon_{i,t+h} \\ &= a'_i d_t + b'_i x_{it} + g'_i f_t + e_{i,t+h}. \end{aligned} \quad (9)$$

where a_i , b_i , g_i , and $e_{i,t+h}$ have the obvious definitions.

Hence, a forecast of $y_{i,T+h}$ given the information up to time T , Ω_T , can be obtained from

$$E(y_{i,T+h} | \Omega_T) = \hat{a}'_i d_T + \hat{b}'_i x_{iT} + \hat{g}'_i \hat{f}_T, \quad (10)$$

where $\hat{a}_i$, $\hat{b}_i$ and $\hat{g}_i$ are estimates of a_i , b_i and g_i using the estimation methodology outlined above, and $\hat{f}_T$ is the estimate of f_T obtained from extracting the first m principal components from the residuals, $U = (u_1, u_2, \dots, u_N)$, estimated in (7).

Alternatively we would be to estimate the models and construct forecasts based on Ridge or Lasso regressions as described by De Mol, Gian-

none and Reichlin (2008) or use methods along the lines of the GVAR modelling approach proposed by Pesaran, Schuermann and Weiner (2004) and Pesaran, Schuermann and Smith (forthcoming). However, while the relative efficiency of the different methods is an open question, our approach has the advantage that in addition to correcting for cross-section dependence it also delivers estimates of the factors and their loadings.

2.3 Forecasting systemic fragility

We now turn to forecasting the system-wide financial fragility, which is a main concern of financial supervisory authorities. A natural measure of systemic financial stability is the weighted average DD

$$\bar{y}_{T+h|T} = \sum_{i=1}^N w_i y_{i,T+h|T}. \quad (11)$$

This measure has been used by Tudela and Young (2003) with equal weights, $w_i = N^{-1}$. It is important to note that common factors that are not accounted for in the individual forecasts will not be averaged out of the systemic forecast. Hence, for an unbiased estimate of the systemic DD it is important to account for unobserved common factors, as pointed out by Chan-Lau and Gravelle (2005) and Cihák (2006).

However, the average DD may not be the best measure of systemic risk, since financial supervisors are mainly concerned about poorly performing institutions than about the averaged performance of the banking and insurance sector in which negative performance of individual institutions may be offset by the positive performance of other institutions. In order to address the downside risk of the financial system we also forecast the lower quartile weighted by market value

$$y_{T+h,T}^q = \sum_{i=1}^N w_i y_{i,T+h|T} \mathbf{I}(y_{i,T+h|T}) \quad (12)$$

where $\mathbf{I}(y_{i,T+h|T})$ is an indicator function that is unity if $y_{i,T+h|T}$ is in the lower quartile. This function can be thought of as the value at risk equivalent for the financial supervisor.

2.4 Evaluating the forecasts

We evaluate the forecasts using the RMSFE

$$\text{RMSFE}(h) = \sqrt{\frac{1}{M} \sum_{j=1}^M e_{i,T_j,h}^2}, \quad j = 1, 2, \dots, M \quad (13)$$

where $e_{i,T_j,h} = (y_{j,T_j+h} - \hat{y}_{j,T_j+h|T_j})/h$, $\hat{y}_{j,T_j+h|T_j}$ is the forecast based on the information up to T_j .

In order to assess whether forecasts from two models are significantly different we use the Diebold and Mariano (1995) test, which uses the loss differential

$$l(A, B) = e_{A,T,h}^2 - e_{B,T,h}^2$$

where A and B denote two forecast methods. The Diebold-Mariano statistic has a standard normal limiting distribution. For the individual forecasts we use a panel version of the Diebold-Mariano test, which is

$$\bar{s}(h) = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N s_i(h) \quad (14)$$

where $s_i(h)$ is the Diebold-Mariano statistic for cross-section unit i , which has a standard normal limiting distribution.

In our application the forecast sample is relatively short – between 9 and 12 – which puts the approximation of the distribution of the $s_i(h)$ by the standard normal into question. We therefore bootstrap the distribution of $\bar{s}(h)$ to ensure that our results are not distorted by the short forecast sample. We are not aware of any discussion or application of such a bootstrap procedure in the literature and discuss the details of the bootstrap in Appendix B.

Finally, we calculate the Kuipers score

$$KS = H - F$$

where H is the proportion of DD observations in the lower quartile of the distribution that are correctly forecast to be in the lower quartile, and F are the proportion of DD observations that are forecast to be in the lower quartile but are not, see Granger and Pesaran (2000). Assuming financial authorities put particular supervisory effort on firms that are in the lower quartile of the DD distribution, the Kuipers score measures whether the authorities monitor the right firms.

3 Data and descriptive statistics

The measure of bank and insurance performance is distance-to-default (DD), which is the difference of the firm's value and the firm's liabilities, standardized by the volatility of the firm's value. The firm's value is derived from the Merton (1974) option value approach and details are given in Appendix A.

The underlying data to calculate the quarterly DD measure are provided by Datastream. We collected the data for all banks and (life- and non-life) insurance companies located in the EU-15 (except Luxembourg), Norway, Switzerland, USA, Canada, Australia, Japan, and Korea for which data were available, see Table 6. A difficulty is to correctly classify a financial firm as a bank or an insurer that exploits a portfolio of activities in both areas, banking and insurance. We follow the Datastream classification scheme in which all companies are coded to both a US styled SIC primary and secondary industry code designation as well as to their corresponding Dow Jones Global Industry Grouping. The sample covers the period from 1990Q3 to 2007Q4.

In the estimation we will estimate up to 16 parameters. We therefore deleted all banks and insurances for which we had in total less than 30 observations and those where we had serious concerns about the data quality, either due to very small market shares or because of a subsidiary status. This leaves us with data for 211 banks and 120 insurance companies. A more detailed sample composition is listed in Table 6 in Appendix C.

Table 1

Descriptive Statistics of Distance-to-Default

	Obs.	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Banks	13518	5.164	3.307	-0.115	66.375
Insurances	7256	5.131	2.664	-2.145	50.805

Table 1 shows summary statistics of the DD variable. The average performances of banking and insurance companies are comparable. Figure 1 plots the average DD value for the banking and insurance sector over time. The high correlation of the two series is immediately obvious. Moreover, the DD values for the banking and insurance sector show a cyclical pattern and peak in 1996 and a subsequent decline in the following years. From end of 2002 onwards, both sectors seem to recover on average and have reached a new peak end of 2004. With the start of

the financial turmoil in 2007, the performance measure of banks and insurances declined again sharply.

Figure 1: Average DD by Sector over Time

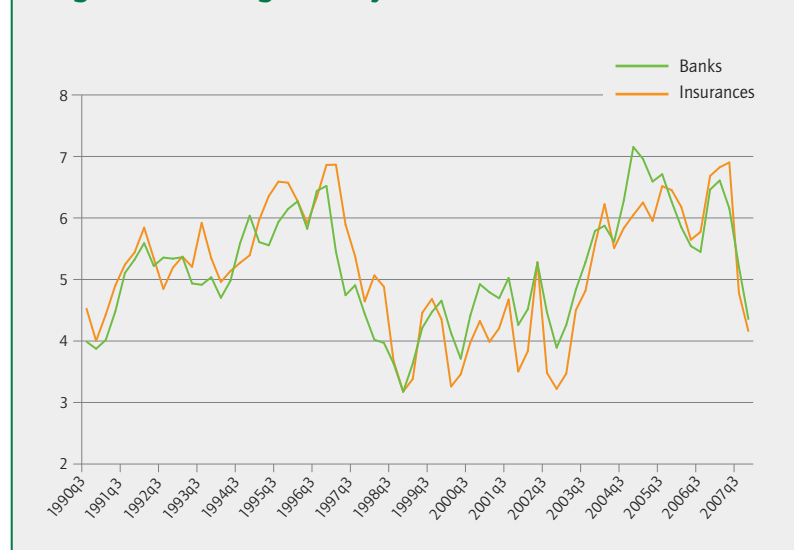


Figure 2: DD for Banco Español de Crédito and Svenska Handelsbanken

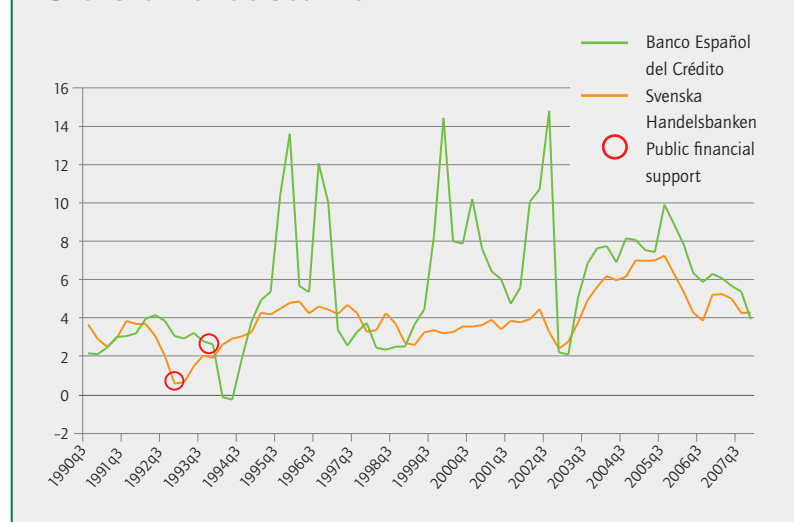


Figure 2 gives an example of the time series of the DD of two banks that were in financial distress in the past, and where the government or the central bank had to intervene. Banco Español de Crédito received public financial support in December 1993 and Svenska Handelsbanken was rescued by obtaining a government guarantee in December 1992. Prior

and during the crisis events, DD dropped sharply, reaching a negative figure a quarter after the intervention in the case of Banco Español de Crédito and a value close to zero at the crisis event in the case of Svenska Handelsbanken.

Explanatory variables The aim is to predict DD from a macroeconomic perspective. Firm specific variables frequently used in the literature on firm default are mostly based on balance-sheet variables and market-driven variables (Zmijewski 1984, Altman 1993, Shumway 2001, Carling, Lindé and Roszbach 2007). These variables are accounted for in the construction of DD in a model based approach, and it is therefore not necessary to include them as regressors in our model. Furthermore, recent research, such as Carling et al. (2007), indicates that macroeconomic variables have significant explanatory power for firm default risk and that taking macroeconomic conditions into account allows to pin down the absolute level of default risk, while firm-specific information can only make reasonable accurate ranking of firms' according to default risk.

We use the following macroeconomic variables as candidate variables in the forecasting model:

1. Long rate: Level of 10yr bond yield for each country
2. Industrial production: Growth rate of industrial production for each country
3. Inflation: Growth rate of consumer price index for each country
4. Domestic credit: Growth rate of domestic credit for each country
5. Equity returns: Growth rate of stock market index for each country
6. REER: Growth rate of real effective exchange rate for each country
7. Unemployment rate: Level of unemployment rate for each country
8. Δ GDP: Growth rate of GDP for each country
9. P/E ratio: Price-Earning ratio in the US stock market
10. VIX: Chicago Board of Exchange Volatility Index

These variables are commonly used in the literature. For the banking sector, Demirgüç-Kunt and Detragiache (1998) show that the probability of a banking crisis increases with the level of interest rates. The explanation is that high real interest rates are likely to hurt bank balance sheets as high lending rates result in a larger fraction of non-performing loans. Von Hagen and Ho (2004) find the opposite, namely that banking performance increases with the (lagged) level of real interest rates, indicating that banking crises tend to follow real interest rates in the previous period. Shiu (2004) focusses on the determinants of insurance performance and shows that general insurers are more likely

to perform well when the interest rate level is high. The explanation is that insurance companies invest a large proportion of their investment portfolios in bonds. However, long-term interest rates also reflect inflation expectations. As pointed out by Demirgüç-Kunt and Detragiache (1998), von Hagen and Ho (2004), and Shiu (2004) inflation is negatively associated with bank and insurance performance, because it might be a proxy for macroeconomic mismanagement that affects the whole economy including the banking sector.

Domestic credit growth is used in many studies on banking crises as a measure of successful financial liberalization. In our sample of industrialized countries, we interpret domestic credit as a proxy for the state of business in the banking sector, and therefore the profitability of banking in the economy, which would suggest a positive relationship between domestic credit growth and DD. However, as shown in several previous studies, such as Goldstein (1998) and von Hagen and Ho (2004), banking problems are often preceded by credit booms, implying a negative relationship between domestic credit growth and DD. Thus, the overall impact of domestic credit growth and financial institutions' performance depends on which of the two factors is more dominant.

Industrial production, GDP growth, and the unemployment rate are included to capture adverse macroeconomic shocks. Theory predicts that adverse shocks affecting the whole economy will increase the non-performing loans of banks, which decreases bank performance. This is also consistent with the observation that systemic banking crisis are associated with fluctuations in the business cycle, see Gorton (1988), Kaminsky and Reinhart (1999), Demirgüç-Kunt and Huizinger (1998) and Demirgüç-Kunt and Detragiache (1998), Bikker and Hu (2002). Insurance performance is less likely to be affected by fluctuations in the business cycle. We therefore expect a smaller effect of these three variables on the DD values of insurance companies.

The real effective exchange rate (REER) is added to account for exchange rate risks. An unexpected depreciation of the domestic currency might cause banking problems if domestic banks borrow in foreign currency and lend in domestic currency, or because bank borrowers might hold foreign loans. In both cases, a depreciation threatens the profitability of banks either through a currency mismatch or through an increase in non-performing loans.

Shiu (2004) argues that the fact that the insurance industry holds a large share of its investment portfolio in equities high returns on equities enhance their investment performance. Thus, we expect a positive

relationship between the DD value of insurance companies and equity returns.

We include the price/earnings (P/E) ratio of the US stock market and the VIX into our regression to control for the effect of general market sentiments on the DD value of banks and insurance companies. A higher P/E ratio means that investors are paying more for each unit of income. It is likely that the stock prices of banks and insurance companies are affected by these market sentiments. In periods of high P/E ratios, the stock price of banks and insurance companies increases independent of the firm's performance, which causes an increase in their DD value. Thus, we expect a positive relationship between the P/E ratio and our performance measure.

The VIX, which measures the expected level of (implied) volatility in a range of options on the S&P 500 index over the next 30 days. The VIX is often used to measure investors' view of market riskiness and has a more forward looking character than the P/E ratio. When stock markets are trending upwards, there is generally a low level of volatility in the markets. Conversely, when markets are falling, the volatility level usually is high, this is why the VIX is often also called the 'fear index'. The VIX provides important information about investor risk sentiment and market volatility. That can be helpful in evaluating potential market turning points and measuring market liquidity. We expect a negative impact of the VIX on DD. Finally, we add the lagged dependent variable as an explanatory variables in the regression.

4 Empirical analysis

In the first instance, we test for the existence of cross-section correlation between the performance of banks and insurances after correcting for the correlation due to the explanatory variables listed in Section 3. In our data set N is considerably larger than T and we therefore use the CD test of Pesaran (2004). Unlike the test of Breusch and Pagan (1980), the CD test has correct size in panels with large N and small T dimensions.

We perform the cross-section correlation test within and between the sectors and regions in our sample. The regions that we consider are the following: first, all countries in our data set, second, North America, third, the Europe, and, fourth, Asia and Australia. The results in Table 2 show that all the CD test statistics, reported in the third column, are significant at any conventional significance level. The fourth column gives the estimated average pairwise correlation coefficient of the residuals,

u_{it} , between the institutions, and it can be seen that these are quite sizeable. This suggests that even after accounting for the macroeconomic variables in our data set considerable cross-section dependence remains within but also across regions and industries, which suggests that the accuracy of forecasts may be improved by incorporating cross-section dependence.

Table 2

Cross-section dependence test			
Region	Industry	CD	$\hat{\rho}_{ij}$
all	Banks & Insur.	474.91	0.32
	Banks	284.99	0.30
	Insurances	197.19	0.37
	Banks vs Insur.	222.09	0.32
USA/Canada	Banks & Insur.	172.58	0.64
	Banks	125.82	0.51
	Insurances	288.87	0.56
	Banks vs Insur.	139.94	0.54
Europe	Banks & Insur.	200.92	0.37
	Banks	112.68	0.35
	Insurances	89.95	0.40
	Banks vs Insur.	98.05	0.36
Japan/Korea/Australia	Banks & Insur.	104.09	0.24
	Banks	86.77	0.23
	Insurances	20.86	0.41
	Banks vs Insur.	26.24	0.27

CD denotes the CD test statistic, $\hat{\rho}_{ij}$ the average pair-wise correlation coefficient, where the correlation coefficient is calculated for all pairs of institutions in the given region and industry.

4.1 Firm specific forecasts

We now turn to recursive out-of-sample forecasting of DD for the firms in our data set. The first one- and four-quarter ahead forecasts use the data from 1990Q3 up to 2003Q4 for the estimation of the model. Subsequently the observation of the next quarter are added to the data for the estimation and another set of forecasts is constructed. This leads to 12 one-quarter ahead forecasts for each firm or 2.673 one-quarter ahead forecasts overall, and 8 four-quarter ahead forecasts for each firm, which resulted in 2.085 four-quarter ahead forecasts

Given the short time series of observations per firm we select the optimal set of individual specific regressors for each firm and each forecast period according to BIC. Given that we are interested in the effect of unobserved common factors, we always include the observed common factors as their omission might be seen as unduly favoring the unobserved common factor forecasts.

The base line model without unobserved common factors is compared to models that make different assumption about the pervasiveness of the unobserved common factors. This also allows some insights into the nature of the common factors: whether they are specific to the particular industry and the particular region under consideration, or whether factors affect an industry in all countries or a region in both industries, or whether the same factors influence banks and insurances across all OECD countries.

We therefore use four different schemes to estimate the factors:

- ▶ Fac-1: Industry and region specific unobserved common factors. The factors are estimated separately for Asia/Australia, Europe and North America and within the regions separately for banks and insurances.
- ▶ Fac-2: Industry specific factors. The factors are separately estimated for banks and insurances but pooled across regions.
- ▶ Fac-3: Region specific factors. The factors are pooled across banks and insurances but estimated separately for Asia/Australia, Europe and North America.
- ▶ Fac-4: Factors are common across regions and industries and are pooled across all firms in the data set.

In each scheme we estimate the unobserved common factors by extracting the first m principal components from the residuals of the institutions in the particular region and industry considered in the particular scheme. These factors are then used to form forecasts of the distance-to-default of the individual firms.

The results assessing the forecasts for individual firms are reported in Table 3. The first panel shows the one-quarter ahead forecasts. It can be seen that forecasts that use factors that are pooled across all firms (Fac-4) have the smallest RMSFE. Furthermore, all factor-based forecasts have a lower RMSFE than the forecasts that do not take factors into account. The best forecast, Fac-4, reduces the RMSFE by 11 % below that of the forecast without unobserved common factors.

The panel Diebold-Mariano statistics suggest that the factor-based forecasts are significant improvements in all cases – an asterisk indicates that the 95 % bootstrap confidence interval did not contain zero. Furthermore, the forecasts that pool information across industries but not regions (Fac-2) are dominated by the forecasts that pool information across regions and industries or only across regions.

Table 3

RMSFE and panel Diebold-Mariano test for individual forecasts					
	No fac.	Fac-1	Fac-2	Fac-3	Fac-4
One-quarter ahead forecasts					
RMSFE	2.131	1.907	1.924	1.926	1.902
panel Diebold-Mariano statistics					
No fac.		13.654*	8.198*	14.541*	13.320*
Fac-1			-5.230*	0.102	-1.610
Fac-2				3.148*	6.096*
Fac-3					0.720
Kuipers scores					
	0.362	0.397	0.330	0.402	0.338
Four-quarter ahead forecasts					
RMSFE	2.653	2.448	2.561	2.528	2.595
panel Diebold-Mariano statistics					
No fac.		2.214*	6.106*	1.01	0.151
Fac-1			-0.047	-3.633*	-2.743*
Fac-2				-2.911*	-3.142*
Fac-3					0.190
Kuipers scores					
	0.269	0.168	0.109	0.234	0.156

No fac: No factors beyond the observed regressors; Fac-1: region and industry specific factors; Fac-2: industry specific factors; Fac-3: region specific factors; Fac-4: factors across regions and industries. The panel Diebold-Mariano statistics are for the loss function $l(A, B) = e^2_{A,T,h} - e^2_{B,T,h}$, where A is the forecast errors obtained from the method given in the column on the left and B are the forecast errors from the method given in the top row. We used 1000 bootstrap repetitions. An asterisk (*) indicates that the 95% confidence interval did not contain zero.

The lower panel of Table 3 reports the results for the four-quarters ahead forecasts. Here we also find that all forecasts based on factors are better than the forecasts that do not use unobserved factors. This improvement is significant for forecasts taking region and industry specific factors (Fac-1) and industry specific (Fac-2) into account. The forecasts with region and industry specific factors have the lowest RMSFE and reduce the RMSFE by about 8% compared to those without unobserved common factors.

Table 3 also reports the Kuipers score for the different forecasts models. For $h = 1$ the forecasts based on factors that are estimated for firms within regions and industries (Fac-1) and factors that are pooled across regions (Fac-3) have a higher Kuipers score than forecasts that are constructed without unobserved common factors. However, for $h = 4$ the picture reverses and no factor based forecast has a higher Kuipers score.

4.2 System wide forecasts

Table 4					
RMSFE and Diebold-Mariano test for systemic forecasts					
	No fac.	Fac-1	Fac-2	Fac-3	Fac-4
One-quarter ahead forecasts					
Average					
RMSFE	0.324	0.236	0.258	0.288	0.231
Diebold-Mariano statistics					
No fac.		1.740	1.641	1.401	1.552
Fac-1			-1.181	-1.654	0.273
Fac-2				-1.433	0.901
Fac-3					1.460
Lower quartile					
RMSFE	0.228	0.164	0.183	0.243	0.217
Diebold-Mariano statistics					
No fac.		1.191	0.881	-0.821	0.422
Fac-1			-0.919	-1.202	-1.671
Fac-2				-0.915	-1.279
Fac-3					0.670
Four-quarter ahead forecast					
Average					
RMSFE	0.536	0.491	0.416	0.512	0.490
Diebold-Mariano statistics					
OLS		0.644	0.717	0.383	0.436
Fac-1			0.777	-0.725	0.038
Fac-2				-0.878	-1.347
Fac-3					0.410
Lower quartile					
RMSFE	0.276	0.307	0.286	0.299	0.401
Diebold-Mariano statistics					
OLS		-0.952	-0.663	-1.218	-1.654
Fac-1			1.241	0.347	-2.133
Fac-2				-0.886	-1.829
Fac-3					-2.054

See footnote of Table 3. The significance of the Diebold-Mariano test statistics is assessed against the standard normal distribution. The average RMSFEs are scaled up by 100 for ease of exposition.

The results for the forecasts of the system wide financial stability are reported in Table 4. For $h = 1$ the forecasts with the lowest RMSFE are the ones based on factors that pool information across industries and regions, which reduces the RMSFE by 29% against that of the forecast without unobserved factors. Again all factor based forecasts are improvements over those without factors. The differences are significant at the 10% level but the tests should be interpreted with caution as they are based on 12 aggregate forecasts only. When forecasting the

lower quartile of the distribution of distance-to-default all forecasts using unobserved common factors have a lower RMSFE, the only exception is the forecast using region specific factors (Fac-3). Using region and industry specific factors leads to an improvement of 28 % of the RMSFE over the forecast without unobserved common factors. However, again the differences are not statistically significant.

The aggregate forecasts for $h = 4$ also vastly improve when taking unobserved factors into account. The RMSFE average forecast of DD is improved by up to 23 % when pooling the information across industries for the principle components estimation. However, when forecasting the lower quartile of the distribution of the distance-to-default for $h = 4$, we do not find that taking unobserved common factors into account leads to an improvement of the RMSFE. Forecasts ignoring unobserved factors have the lowest RMSFE. This result coincides with the result that the Kuiper score for $h = 4$ is the highest for the forecast model ignoring unobserved factors, as shown in Table 3. While, the Diebold Mariano test shows that the differences in the ability of the different forecast models to forecast the average and the lower quantile distribution of DD are not significant, these test should be interpreted with caution given the small number of aggregate forecasts.

4.3 The determinants of distance-to-default

An interesting by-product of the forecasts are the parameter estimates and the optimal choice of variables according to BIC. Here we report the average parameter estimate of the variables that are included in the model and the probability of a variable being included in the optimal model based on BIC for the last forecast, that is based on the sample from 1990Q3 to 2007Q3. The parameters of the regressors x_{it} , $\hat{\beta}_{it}$ are obtained from the CCE estimator in (6) using the cross-section averages across all firms. The parameters for the common regressors, $\hat{\alpha}_{it}$ are estimated by OLS using the estimated unobserved common factors and therefore rely on the orthogonality of the unobserved common factors.

The estimation results are given in Table 5. The second and third columns show the average of the estimated coefficients across banks conditional on being in the optimal set of regressors base on BIC and the probability of inclusion in the model. The fourth and fifth column show the same results for insurances.

The figures in column 1 and 2 indicate that the average of the individual determinants of banking performance show the expected sign in most

cases. The variable that is included most often is the lagged dependent variable. From the macroeconomic variables the long term interest rate and the unemployment rate are included most often. However, all variables are included in a substantial subset of the models.

Table 5

Determinants of distance-to-default

	$\bar{\theta}$	p	$\bar{\theta}$	p
	Banks		Insurances	
lagged dep.var.	0.450	0.820	0.385	0.600
long rate	2.177	0.171	0.439	0.233
ind.prod.	-0.025	0.123	-0.374	0.192
inflation	-0.138	0.166	-0.300	0.200
equity ret.	-0.017	0.137	0.017	0.167
REER	0.020	0.166	0.117	0.200
unemploy.	-0.201	0.194	-0.230	0.258
GDP	-0.130	0.123	0.184	0.192
intercept	2.889	-	5.431	-
P/E ratio	0.017	-	-0.022	-
VIX	-0.050	-	-0.057	-

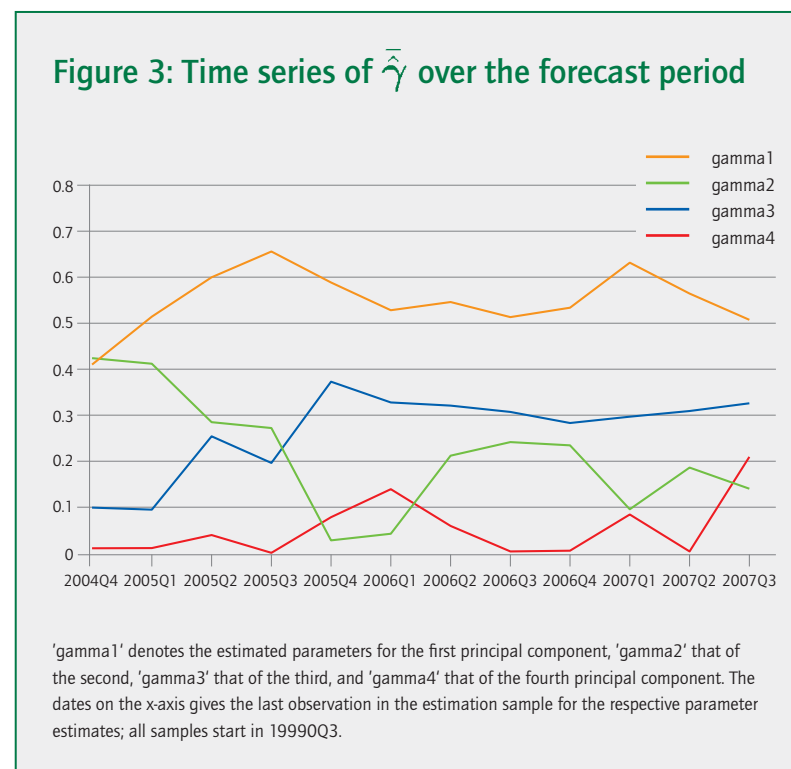
The estimates are from the last one-step ahead forecast with data up to 2007Q3. $\bar{\theta}$ are the average coefficients conditional on the variable being included in the best model according to BIC. p denotes the proportion of forecasts that included the respective variable.

The long term interest rate is positively related to DD, which confirms the findings in the empirical literature. Inflation influences the performance measure negatively for both banks and insurances. The positive sign of domestic credit suggests that this variable acts as a measure of the health of banking business. Out of the cyclical variables unemployment and GDP for insurances have the expected sign, while industrial production and GDP for banks have the opposite sign to theoretical predictions. Out of these variables, however, unemployment seems to be the most important.

The parameters for the common observed factors show that the P/E ratio for banks and the VIX enter with the correct sign compared to our a priori expectations. However, these two parameters should be interpreted with caution, given that they rely on orthogonality to the unobserved factors. The parameters for insurances are very similar. The only exception is the negative sign of REER.

Finally, the increasing use of credit derivatives and other financial products that are traded on a global scale would suggest that the correlation

between the institutions may have increase. In order to shed light on this we plot the parameter estimates of the first four principal components over the forecast period in Figure 3. It can be seen that the factor loadings have increased very mildly at best over our relatively short forecast period, which does not seem to lend itself to the interpretation of a drastically increased correlation between institutions. However, we leave it to future research to investigate this issue in greater detail.



5 Conclusion

In this paper we argue that not only the financial linkages between banks but also the linkages between banks and insurance companies are important when analyzing and forecasting their fragility. Our empirical analysis is based on the performance measure distance-to-default (DD). We investigate the importance of a number of macroeconomic variables and unobserved factors on the performance of banks and insurances. We find that unobserved common factors play an important role. In particular, taking the unobserved factors into account leads up to 11 % reduction in the RMSFE of the forecasts of individual firms DD. Furthermore, the forecasts are more accurate in tracking the position of a firm within the distribution of DD. Systemic risk can also be forecast better as the aggregate RMSFE is reduced by 29 % in one-quarters ahead forecasts

and by 23 % in four-quarters ahead forecasts. Furthermore, estimates of the factor loadings suggest that the correlation between banks has not increased throughout the forecast period.

A A structural model of credit risk: Distance-to-default

The indicator ‘distance-to-default’ has been introduced by Crosbie and Bohn (2003) and is based on the derivative pricing model proposed by Merton (1974), which is the prototype of many firm-value models.

In Merton's model a firm finances itself by equity and debt. Debt is of zero-coupon form with face value B and maturity T . Let S_t and B_t denote the equity and debt value at time t , then a firm's asset value is simply the sum of these two, i.e. $V_t = S_t + B_t$, $0 \leq t \leq T$. Default occurs if the firm cannot meet its payments to the debt holders, that means if $V_T \leq B$.

Following Black and Scholes (1973), the value of a firm's assets V_t follows a geometric Brownian motion with a constant drift equal to the risk free interest rate μ_V and a constant diffusion rate equal to σ_V ,

$$dV_t = \mu_V V_t dt + \sigma_V V_t dW_t, \quad (15)$$

where W_t is a standard Brownian motion. It follows that the value of the firm's asset at any time T is given by

$$V_T = V_t \exp \left(\left(\mu_V - \frac{1}{2} \sigma_V^2 \right) (T - t) + \sigma_V \sqrt{(T - t)} \epsilon_T \right), \quad (16)$$

where $\epsilon_T = \frac{W_T - W_t}{\sqrt{(T - t)}} \sim N(0, 1)$.

The default probability of the firm is then

$$\begin{aligned} P(V_T \leq B) &= P(\ln V_T \leq \ln B) \\ &= P \left(-\frac{\ln(\frac{V_t}{B}) + (\mu_V - \frac{1}{2} \sigma_V^2)(T - t)}{\sigma_V \sqrt{(T - t)}} \geq \epsilon_T \right) \end{aligned} \quad (17)$$

On basis of equation (17), Crosbie and Bohn (2003) define distance-to-default as

$$DD = \frac{\ln(\frac{V_t}{B}) + (r - \frac{1}{2} \sigma_V^2)(T - t)}{\sigma_V \sqrt{(T - t)}}, \quad (18)$$

where r denotes the deterministic and risk-free interest rate. Thus, distance-to-default measures the number of standard deviations that the firm's asset value is away from the default point B .

In order to be able to calculate a firm's distance-to-default on basis of equation (18), we first have to determine the two unknown parameters V_t and σ_V . To do so, we make use of the fundamental idea of the Merton model, which says that the shareholders payoff at time T can be considered as a European call option on the firm's assets V_T with the strike price equal to the face value of the debt outstanding B ,

$$S_T = \max(V_T - B, 0) = (V_T - B)^+. \quad (19)$$

If the value of the firm's assets exceeds the liabilities, $V_T > B$, debt holders will receive the full face value of debt B and equity holders receive the balance $S_T = V_T - B$. If the value of the firm's assets is less than its liabilities, the firm cannot meet its financial obligations. In this case debt holders receive the actual firm value V_T and shareholders receive nothing, $S_T = 0$.

Applying the Black-Scholes call-option formula, we can derive the following relationship between the current equity value S_t and the firm's asset value V_t :

$$S_t = V_t \Phi(d_{t,1}) - B \exp(-r(T-t)) \Phi(d_{t,2}), \quad (20)$$

where

$$d_{t,1} = \frac{\ln(\frac{V_t}{B}) + (r + \frac{1}{2}\sigma_V^2)(T-t)}{\sigma_V \sqrt{T-t}},$$

$$\text{and } d_{t,2} = d_{t,1} - \sigma_V \sqrt{T-t}.$$

Further, from Ito's lemma the following relationship between equity and asset volatilities can be derived:

$$\sigma_S = \sigma_V \frac{V_t}{S_t} \Phi(d_1). \quad (21)$$

Equations (20) and (21) describe now a set of two non-linear equations with two unknowns, i.e. V_t and σ_V , that can be solved numerically by using a generalised gradient method.² Based on these estimates, distance-to-default in equation (18) can be calculated.

² We thank Reint Gropp and Jukka Vesala for providing their visual basic codes to calculate the distance-to-default measures.

B Bootstrap procedure for the Panel Diebold-Mariano test

In order to test whether a difference in forecasts is significant we calculate a panel Diebold-Mariano test statistic as explained in Section 2.4. As the small sample properties are unknown we calculate confidence intervals using a block bootstrap procedure, where each block is the Diebold-Mariano statistic for a cross-section unit, i . The reason to use a block bootstrap is that the time series of forecasts from each cross-section unit are relatively short and, in particular for larger h , likely to be autocorrelated.

The bootstrap confidence intervals are calculated as follows. We first obtain the panel Diebold-Mariano statistic

$$\bar{s}(h) = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N s_i(h)$$

where $s_i(h)$ is the Diebold-Mariano statistic for cross-section unit i . Next we obtain $B = 1000$ samples of $\bar{s}_b(h)$,

$$\bar{s}_b(h) = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N s_i^b(h), \quad b = 1, 2, \dots, B,$$

where the $s_i^b(h)$ are sampled from the set of $\{s_i(h)\}_{i=1}^N$ with replacement. Confidence intervals are then calculated as

$$\bar{s}(h) - \sqrt{v_s^2} z_{B,(1-q)} \quad \text{and} \quad \bar{s}(h) - \sqrt{v_s^2} z_{B,q} \quad (22)$$

where $z_{B,\alpha}$ is the value of the α quantile in the sample of $z_b = [\bar{s}_b(h) - E(\bar{s}_b(h))] / \sqrt{\text{VAR}(\bar{s}_b(h))}$, and the variance of $\bar{s}(h)$, v_s^2 , is calculated via the jackknife.

C Data sources

The data used for the calculation of the D2D have the following sources:

- ▶ Total Liabilities = (Total Assets) – (Total Share Capital and Reserves)
Total Assets: Datastream, annual frequency interpolated to quarterly data
Total Share Capital and Reserves: Datastream, annual frequency interpolated to quarterly data
- ▶ Market Value: Datastream, quarterly frequency
- ▶ Interest rates: short-term interest rates (3-months): Datastream, quarterly frequency

- ▶ Equity prices: Datastream, daily frequency to calculate 6-month moving averages.

The macroeconomic data have the following sources:

- ▶ Long-term interest rate: OECD Economic Outlook.
- ▶ Industrial production: IMF International Financial Statistics, line 66, transformed into growth rates: $\Delta indp_t = 100 \ln(indp_t / indp_{t-4})$
- ▶ Inflation: IMF International Financial Statistics, line 64, transformed into growth rates: $infl_t = 100 \ln(CPI_t / CPI_{t-4})$
- ▶ Domestic credit: IMF International Financial Statistics, line 32, transformed into growth rates: $\Delta domcr_t = 100 \ln(domcr_t / domcr_{t-4})$
- ▶ Equity returns: IMF International Financial Statistics, line 62, transformed into growth rates: $\Delta eqret_t = 100 \ln(eqret_t / eqret_{t-4})$
- ▶ Real effective exchange rate: IMF International Financial Statistics, line REU, transformed into growth rates: $\Delta reer_t = 100 \ln(reer_t / reer_{t-4})$
- ▶ Unemployment ratios: OECD Economic Outlook.
- ▶ Growth rates of GDP: IMF International Financial Statistics, line 62, transformed into growth rates: $\Delta GDP_t = \ln(GDP_t / GDP_{t-4}) / 100$
- ▶ CBOE Volatility Index VIX: Chicago Board Options Exchange website (www.cboe.com).
- ▶ The price-earnings ratio is based on the S&P500 composite provided by Datastream.

We have tested the variables for stationarity using the panel unit root test of Im, Pesaran and Shin (2003). In order to conserve space, the results are not reported here but can be obtained from the authors. They do, however, suggest that the assumption of stationarity is a reasonable one.

Table 6

Sample composition

	Banks	Life Insurances	Non-Life Insurances	Total Insurances
Australia	8	1	1	2
Austria	2	-	2	2
Belgium	4	-	-	0
Canada	8	3	2	5
Denmark	7	-	2	2
Finland	1	-	1	1
France	6	1	3	4
Germany	4	1	9	10
Greece	-	-	-	0

Table 6**Sample composition**

	Banks	Life Insurances	Non-Life Insurances	Total Insurances
Ireland	3	1	1	2
Italy	17	3	8	11
Japan	61	–	6	6
Korea	3	–	3	3
Netherlands	2	2	–	2
Norway	1	1	–	1
Portugal	5	–	–	0
Spain	13	–	2	2
Sweden	4	–	–	0
UK	6	6	7	13
USA	40	8	40	48
Switzerland	16	2	4	6
Total	211	29	91	120

References

- ▶ Allen, Franklin, and Elena Carletti (2006) 'Credit risk transfer and contagion.' *Journal of Monetary Economics* 53(1), 89–111.
- ▶ Altman, Edward I. (1993) *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy* (New York: John Wiley and Sons).
- ▶ Arora, N., J. Bohn, and F. Zhu (2005) 'Reduced form versus structural models of credit risk: A case study of three models.' Moody's KMV *White Paper*.
- ▶ Berg, Andrew, and Catherine Pattillo (1999) 'Predicting currency crises: The indicator approach and an alternative.' *Journal of International Money and Finance* 18(4), 561–586.
- ▶ Bernanke, Ben S., Jean Boivin, and Piotr Elias (2005) 'Measuring the effect of monetary policy: A factor-augmented vector autoregressive (FAVAR) approach.' *Quarterly Journal of Economics* 120, 387–422.
- ▶ Bharath, Sreedhar T., and Tyler Shumway (2008) 'Forecasting default with the Merton distance to default model.' *Review of Financial Studies* 21(3), 1339–1369.
- ▶ Bikker, J. A., and H. Hu (2002) 'Cyclical patterns in profits, provisioning and lending of banks and procyclicality of the new Basel capital requirements.' *BNL Quarterly Review* 221, 143–175.
- ▶ Black, Fischer, and Myron Scholes (1973) 'The valuation of options and corporate liabilities.' *Journal of Political Economy* 81, 637–654.

- ▶ Breusch, T. S., and Adrian R. Pagan (1980) 'The Lagrange multiplier test and its application to model specification in Econometrics.' *Review of Economic Studies* 47, 239–253.
- ▶ Carling, Kenneth, Tor J. J. Lindé, and Kasper Roszbach (2007) 'Corporate credit risk modelling and the macroeconomy.' *Journal of Banking and Finance* 31(3), 845–868.
- ▶ Chan-Lau, Jorge A., and Toni Gravelle (2005) 'The END: A new indicator of financial and nonfinancial corporate sector vulnerability.' *IMF Working paper* 05/231.
- ▶ Chan-Lau, Jorge A., Arnaud Jobert, and Janet Kong (2004) 'An option-based approach to bank vulnerabilities in emerging markets.' *IMF Working paper* 04/33.
- ▶ Cihák, Martin (2006) 'How do central banks write on financial stability?' *IMF Working paper* 06/133.
- ▶ Crosbie, Peter, and Jeff Bohn (2003) 'Modeling default risk.' *mimeo*, Moody's KMV.
- ▶ De Bandt, Olivier, and Philipp Hartmann (2002) 'Systemic risk: A survey.' In *Financial Crises, Contagion and the Lender of the Last Resort*, ed. C. Goodhart and G. Illing (Oxford: Oxford University Press) pp. 249–97.
- ▶ De Mol, Christine, Domenico Giannone, and Lucrezia Reichlin (2008) 'Forecasting using a large number of predictors: Is Bayesian shrinkage a valid alternative to principal components.' *Journal of Econometrics* 146(2), 318–328.
- ▶ Demirgüç-Kunt, Asli, and Enrica Detragiache (1998) 'The determinants of banking crises in developing and developed countries.' *IMF Staff Papers*.
- ▶ Demirgüç-Kunt, Asli, and H. Huizinger (1998) 'Determinants of commercial bank interest margins and profitability: Some international evidence.' *World Bank Economic Review* 13, 379–408.
- ▶ Demirovic, Amer, and Dylan C. Thomas (2007) 'The relevance of accounting data in the measurement of credit risk.' *European Journal of Finance* 13(3), 253–268.
- ▶ Diebold, Francis X., and Roberto S. Mariano (1995) 'Comparing predictive accuracy.' *Journal of Business and Economic Statistics* 12, 253–263.
- ▶ Edison, Hali J. (2003) 'Do indicators of financial crises work? an evaluation of an early warning system.' *International Journal of Finance and Economics* 8(1), 11–53.
- ▶ Frankel, Jeffrey A., and Andrew K. Rose (1996) 'Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment.' *Journal of International Economics* 41(3/4), 351–366.

- ▶ Goldstein, Morris (1998) 'The Asian financial crisis: Causes, cures, and systematic implication.' *Peterson Institute for International Economics Policy Analyses in International Economics* 55.
- ▶ Gorton, G. (1988) 'Banking panics and business cycles.' *Oxford Economic Papers* 40(4), 751–781.
- ▶ Granger, Clive W. J., and M. Hashem Pesaran (2000) 'Economic and statistical measures of forecast accuracy.' *Journal of Forecasting* 19(7), 537–560.
- ▶ Gropp, Reint J., and Gerard Moerman (2004) 'Measurement of contagion in bank equity prices.' *Journal of International Money and Finance* 23(3), 405–459.
- ▶ Gropp, Reint J., Jukka Vesala, and Giuseppe Vulpes (2006) 'Equity and bond market signals as leading indicators of bank fragility.' *Journal of Money, Credit, and Banking* 38(2), 399–428.
- ▶ Hagen, Jürgen von, and Tai-Kuang Ho (2004) 'Money market pressure and the determinants of banking crises.' *Journal of Money, Credit, and Banking* 39(5), 1037–1066.
- ▶ Hillegeist, Stephen A., Elisabeth K. Keating, Donald P. Cram, and Kyle G. Lundstedt (2004) 'Assessing the probability of bankruptcy.' *Review of Accounting Studies* 9, 5–24.
- ▶ Im, Kyung So, M. Hashem Pesaran, and Yongcheol Shin (2003) 'Testing for unit roots in heterogeneous panels.' *Journal of Econometrics* 115(1), 53–74.
- ▶ Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart (1999) 'The twin crises; the causes of banking and balance-of-payments problems.' *American Economic Review* 89(3), 473–500.
- ▶ Kaminsky, Graciela L., Saul Lizondo, and Carmen M. Reinhart (1998) 'Leading indicators of currency crises.' *IMF Staff Papers* 45(1), 1–48.
- ▶ Kumar, Mohan, Uma Moorthy, and William Perraudin (2002) 'Predicting emerging market currency crashes.' *Journal of Empirical Finance* 10(4), 427–454.
- ▶ Merton, Robert C. (1974) 'On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates.' *Journal of Finance* 29, 449–470.
- ▶ Monks, Allan, and Marco Stringa (2005) 'Inter-industry linkages between UK life insurers and UK banks: An event study.' *Bank of England Financial Stability Review* 18, 127–134.
- ▶ Pesaran, M. Hashem (2004) 'General diagnostic tests for cross section dependence in panels.' *Cambridge Working Paper in Economics* 0435. (2006) 'Estimation and inference in large heterogeneous panels with a multifactor error structure.' *Econometrica* 74(4), 967–1012.
- ▶ Pesaran, M. Hashem, and Andreas Pick (2007) 'Econometric issues in the analysis of contagion.' *Journal of Economic Dynamics and Control* 31(4), 1245–1277.

- ▶ Pesaran, M. Hashem, Til Schuermann, and L. Vanessa Smith (forthcoming) 'Forecasting economic and financial variables with global VARs.' *International Journal of Forecasting*.
- ▶ Pesaran, M. Hashem, Til Schuermann, and Scott M. Weiner (2004) 'Modeling regional interdependencies using a global error-correcting macroeconomic model.' *Journal of Business and Economic Statistics* 22(2), 129–162.
- ▶ Shiu, Y. (2004) 'Determinants of United Kingdom general insurance company performance.' *British Actuarial Journal* 10(5), 1079–1110.
- ▶ Shumway, Tyler (2001) 'Forecasting bankruptcy more accurately: A simple hazard model.' *Journal of Business* 74(1), 101–124.
- ▶ Slijkerman, Jan F., Dirk Schoenmaker, and Caspar G. de Vries (2005) 'Risk diversification by European financial conglomerates.' Tinbergen Institute *Discussion Paper* 110/2.
- ▶ Stock, James H., and Mark W. Watson (2002a) 'Forecasting using principle components from a large number of predictors.' *Journal of the American Statistical Association* 97(460), 1167–1179. (2002b) 'Macroeconomic forecasting using diffusion indexes.' *Journal of Business and Economic Statistics* 20(2), 147–162.
- ▶ Tudela, Merxe, and Garry Young (2003) 'Predicting default among UK companies: A Merton approach.' Bank of England *Financial Stability Review*.
- ▶ Vassalou, Maria, and Yuhang Xing (2004) 'Default risk in equity returns.' *Journal of Finance* 59(2), 831–868.
- ▶ Zmijewski, M. E. (1984) 'Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models.' *Journal of Accounting Research* 22, 59–82.



Nordische Bankenkrisen der 90er Jahre: Gemischte Erfahrungen mit „Bad Banks“

von Rolf Ketzler und Dorothea Schäfer

DIW Wochenbericht
5/2009,
S. 87–95

Zentrale Maßnahmen zur Überwindung der Bankenkrisen der 90er Jahre in Schweden und Finnland waren in beiden Ländern der Kauf von „schlechten Papieren“ durch Vermögensverwaltungsgesellschaften („Bad Banks“) und die Verstaatlichung von wichtigen Banken. Aus finnischer und schwedischer Sicht sollte dem Krisenmanagement und insbesondere der Sanierung der notleidenden Aktiva in den Bankbilanzen Priorität eingeräumt werden. Dank strikter Abnahmekonditionen und erfolgreicher Verwertungsstrategien gelang es den schwedischen „Bad Banks“ den Steuerzahler von den Kosten der Krise zu entlasten. Die Übertragbarkeit dieser Ergebnisse auf die Gegenwart ist indes fraglich. Preisfindung und Verwertung sind für verbriefte, mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere weitaus schwieriger zu handhaben als für einheimische Immobilien- und Unternehmenskredite. Wichtiger ist es angesichts der weiter schwelenden Bankenkrise, zunächst einmal die Eckpfeiler der neuen Finanzmarktarchitektur festzulegen.

Kasten 1:

Auswege aus der Finanzmarktkrise: Das Beispiel Finnlands und Schwedens

Konferenz des DIW Berlin in Zusammenarbeit mit den Botschaften Finnlands und Schwedens am 16. Dezember 2008

Präsentationen und Podiumsdiskussion

- ▶ Harry Helenius, Botschafter von Finnland in Deutschland: **Einführung**
- ▶ Prof. Dr. Klaus F. Zimmermann, Präsident des DIW Berlin: **Regulierer und Rettungsanker: Was wir vom Staat erwarten müssen**
- ▶ Dr. Vesa Vihriälä, Unterstaatssekretär in der Kanzlei des Ministerpräsidenten: **Schock, Konfusion, schnelle Antwort – Finnlands Weg aus der Bankenkrise**
- ▶ Bo Lundgren, Generaldirektor der Finanzagentur Riksgälden, 1991–1994 Stellvertretender Finanzminister Schwedens: **Eine Nordische**

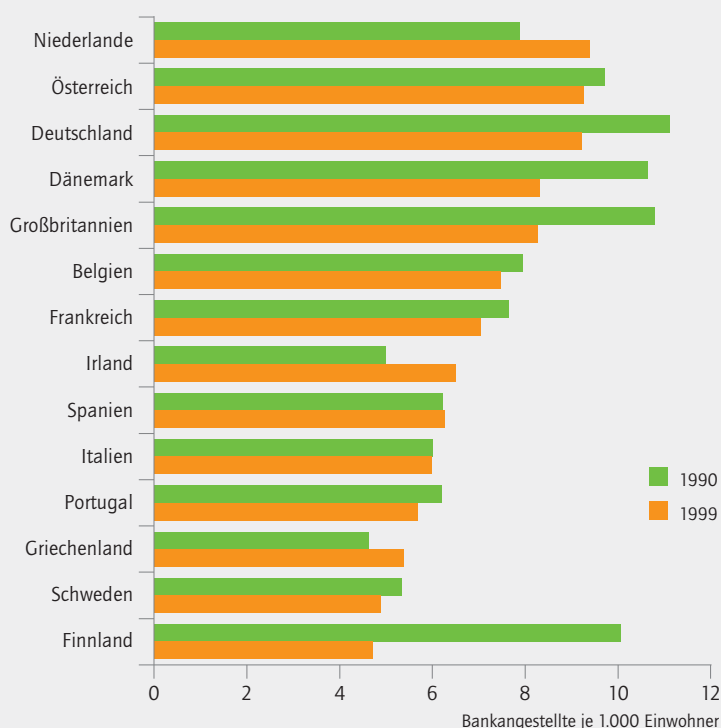
Erfolgsgeschichte – Die Bewältigung der Finanzmarktkrise in Schweden

- ▶ Prof. Dr. Daniel Rösch, Institut für Banken und Finanzierung, Leibniz Universität Hannover: **Risikotransparenz in Finanzmärkten – Lehren und Herausforderungen**
- ▶ PD Dr. Dorothea Schäfer, Leiterin der Forschungsgruppe Finanzmärkte und Finanzinstitutionen am DIW Berlin: **Eine Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur – Welche Lehren aus der Finanzmarktkrise zu ziehen sind und wie ein neues globales Regelwerk aussehen könnte**

Podiumsdiskussion mit Klaus Zimmermann, Vesa Vihriälä, Bo Lundgren, Daniel Rösch und Dorothea Schäfer (Moderation: Frank Buchwald, ZDF)

Finnland und Schweden sind sogenannte kleinere Volkswirtschaften und damit definitionsgemäß stark vom Außenhandel abhängig. Analog zu Deutschland existierten in Finnland und Schweden Anfang der 90er Jahre drei Bankentypen nebeneinander: Privatbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Das Angebot der finnischen Banken unterschied sich untereinander kaum im Hinblick auf ihre Finanzdienstleistungen.¹ Aufgrund der hohen Regulierung bis in die 80er Jahre hinein konkurrierten die Banken überwiegend über die Servicequalität und den Aufbau eines dichten Filialnetzes (Abbildung 1). Die Ertragskraft der Banken war deshalb gering. Der schwedische Bankenmarkt war bereits Anfang der 90er Jahre vergleichsweise stark konzentriert. Die sieben größten Banken deckten 90 Prozent des heimischen Kreditmarktes ab und arbeiteten vermeintlich profitabel (Kasten 1).²

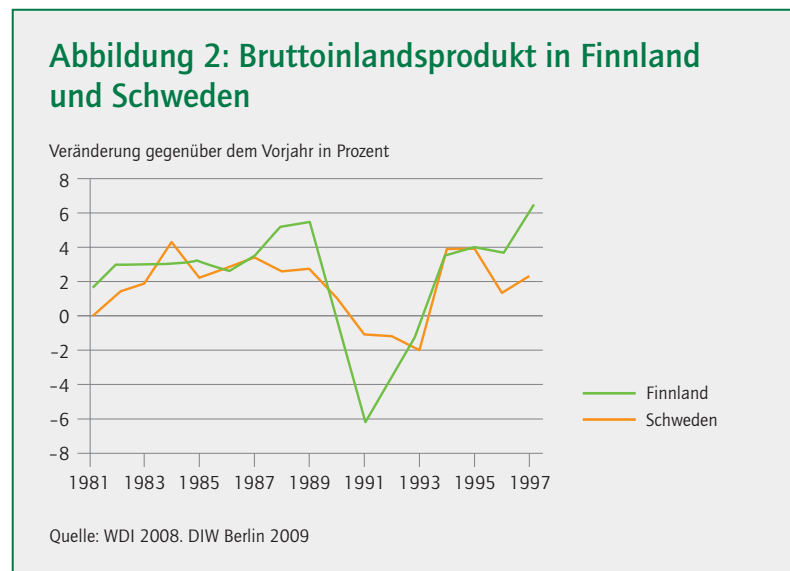
Abbildung 1: Relative Bedeutung des Bankensektors in den 90er Jahren in Europa



Quelle: Vesa Vihriälä. DIW Berlin 2009

- 1 Der Bankenmarkt war neben den Sparkassen und Genossenschaftsbanken durch die zwei Geschäftsbanken KOP und SYP sowie die staatliche Postbank geprägt.
- 2 Nordbanken, Gota, SE-banken (SEB), Sparbanken Sverige (SWEDBANK), Första Sparbanken, Föreningsbanken und Handelsbanken (SHB). Im Zuge der Finanzmarktkrise kam es zu einer weiteren Konsolidierung. Übrig bleiben vier Privatbanken: SEB, Svenska Handelsbanken, Nordea und Östgöta Enskilda Bank. Die Trägerschaft der Sparkassen übernahmen neu gegründete Stiftungen. Genossenschafts- und Sparkassensektor verschmolzen schließlich miteinander.

Finnland: Ursachen und Symptome der Krise



Makroökonomische Turbulenzen sowie ein schwach ausgeprägtes internes Bankmanagement waren die Ursachen der finnischen Bankenkrise. Dem Ausbruch der Krise in Finnland ging in den 80er Jahren eine lange Phase des konjunkturellen Aufschwungs voraus (Abbildung 2).³ Dieser Aufschwung wurde unter anderem von einem bilateralen Handelsabkommen mit der Sowjetunion getragen. Begleitet wurde die Boom-Phase von einer Liberalisierung des Finanzsektors, der zu einem starken Anstieg der Kreditvergabe Ende der 80er Jahre führte. Intensiv genutzt wurde auch der erleichterte Zugang zu ausländischen Kapitalmärkten. Eine steigende Verschuldung der privaten Haushalte und des Unternehmenssektors waren die Konsequenz. Die optimistische Wirtschaftsstimmung ließ die Preise von Wertpapieren und Immobilien ansteigen. Diese Entwicklung wurde durch einen starken Wettbewerb um Marktanteile auf dem durch Überkapazitäten gekennzeichneten finnischen Bankenmarkt begünstigt, der zu einer hohen Bereitschaft der Finanzakteure führte, die Nachfrage nach Krediten zu befriedigen und signifikante Risiken zu übernehmen. Mit der starken Kreditexpansion wurde versäumt, das größtenteils überholte interne Risikomanagement der Banken an die neue Geschäftssituation anzupassen. Auch die als locker einzustufenden bankaufsichtsrechtlichen Vorschriften blieben unverändert.

³ Eine ausführliche Darstellung der finnischen Bankenkrise findet sich in Nyberg, P., Vihriälä, V.: The Finnish Banking Crisis and its Handling (an updated version of developments through 1993). Bank of Finland Discussion Papers 7/1994. Die makroökonomischen Ursachen der nordischen Bankenkrise untersucht Pesola, J.: The Role of Macroeconomic Shocks in Banking Crises. Bank of Finland Discussion Papers 6/2001.

Auslöser der Krise war im Jahr 1991 der vollständige Zusammenbruch der Exporte in die Sowjetunion mit dramatischen Folgen für die Vermögenspreise, das Bruttoinlandsprodukt und den Arbeitsmarkt. Steigende Zinsen zur Absicherung des festen Wechselkurses verstärkten die Liquiditäts- und Insolvenzproblematik. Stark rückgängige Unternehmensgewinne, bei einer steigenden Zahl von Unternehmensinsolvenzen sowie sinkende reale Einkommen der privaten Haushalte führten zu einem Anwachsen notleidender Kredite und zu wachsenden Kreditausfällen. Der Ausweis hoher Verluste in den Bankbilanzen war die Folge. Darüber hinaus bedrohte die Liquiditätskrise bei einigen Banken 1990 unmittelbar die Geldversorgung der Wirtschaft.

Die Krisenbewältigung begann zunächst mit einer Sofortmaßnahme der finnischen Zentralbank. Die *Skopbank*, die als „Zentralbank“ der finnischen Sparkassen fungierte, stand infolge ihrer aggressiven Kreditvergabepolitik bereits seit 1989 unter besonderer Aufsicht der Zentralbank. Aufgrund des akuten Mangels an Liquidität übernahm die Zentralbank im Sommer 1991 mit sofortiger Wirkung die *Skopbank* und verhinderte so den Zusammenbruch der Bank. Daran anschließend wurde ein allgemeiner Rettungsplan für das Bankensystem entwickelt, der im März 1992 vorgestellt wurde. Dieser bestand aus zwei Kernelementen:

1. Kapitalhilfen: Die Regierung stellte dem Bankensystem vorsorglich insgesamt Finanzmittel in Höhe von 1,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts zur Verfügung, um eine potentielle Kreditklemme zu verhindern. Die Kapitalausstattung einer Reihe von Banken drohte unter die Baseler Anforderungen zur Eigenkapitalunterlegung zu fallen.⁴ Die Kapitalhilfen wurden allen Banken zu gleichen Konditionen angeboten. Diese vertrauensbildende Maßnahme sollte zugleich zukünftige diskretionäre Rettungsaktionen überflüssig machen. Dieses Instrument wurde von nahezu allen Banken in Anspruch genommen. Für die Beteiligung an den Banken erhielt der Staat im Gegenzug Zertifikate mit einer niedrigen, aber ansteigenden Rendite, die mit einem leichten Aufschlag gegenüber den Geldmarktsätzen ausgestattet waren. Stimmrechte waren damit nur dann verbunden, wenn die Banken nicht in der Lage waren, die Zahlungsverpflichtungen zu bedienen.

4 Vgl. Drees, G., Pazarbasioglu, C.: The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalisation? IMF, Occasional Paper 161, 1998.

2. Government Guarantee Fund (GGF): Der GGF hatte die Aufgabe, Hilfsmaßnahmen für angeschlagene Banken zu konzipieren, um Bankenzusammenbrüche zu verhindern und damit die Stabilität des Bankensystems zu garantieren. Dafür standen finanzielle Mittel in Höhe von rund vier Prozent des Bruttoinlandsprodukts zur Verfügung. Für die Förderprogramme des GGF wurden allgemeine Richtlinien erlassen, auf deren Basis die speziellen Hilfsmaßnahmen ausgestaltet wurden. Der GGF erhielt für seine in der Regel direkte finanzielle Beteiligung an den Banken die Mehrheit der Eigentumsrechte. Darüber hinaus wurden in den betroffenen Banken umfangreiche Umstrukturierungsmaßnahmen durchgeführt.

Der GGF unterstützte die Restrukturierungsmaßnahmen aktiv. Dazu zählte unter anderem die Fusion verschiedener Banken, die Übernahme von Garantien und Kapitaleinlagen. Ein weiterer Bestandteil der Restrukturierung war die Schaffung einer sogenannten „Bad Bank“. Der Vorschlag zur Gründung einer Auffanggesellschaft, in die alle Banken ihre faulen Wertpapiere auslagern konnten, war umstritten und fand zunächst nicht die erforderliche Zustimmung des Parlaments.⁵ Ausschlaggebend dafür war unter anderem die kritische Frage der Bewertung der „Problem-Assets“ und damit die Gefahr, die Wertpapiere von den Eigentümern zu überhöhten Preisen zu übernehmen. Im weiteren Verlauf der Krise wurde eine „Bad Bank“ für den Restrukturierungsprozess angeschlagener Banken eingerichtet, die sich bereits vollständig im Besitz des Staates befanden.⁶ Die Risiken dieser Asset Management Gesellschaft wurden vom Staat getragen.

Da die Probleme größer waren als ursprünglich angenommen, war die Regierung gezwungen, weiteres Geld für den GGF zur Verfügung zu stellen. Die klare Aufgabenverteilung zwischen den handelnden Institutionen und die große Unterstützung des politischen Umfelds für die Rettungsmaßnahmen trugen jedoch maßgeblich dazu bei, dass Finnland die Krise unter Kontrolle bekam.⁷ Eine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage der Banken setzte 1994 ein. Voraussetzung für die Krisenbewältigung waren transparente, klar festgelegte Bedingungen für die Inanspruchnahme staatlicher Hilfe, die gleichzeitig so ausgestaltet war, dass Anreize für die staatliche Unterstützung auf ein Min-

5 Dieser Vorschlag war Teil eines Gesetzesentwurfs zur Nachbesserung des Rettungspaketes im Januar 1993.

6 1993 übernahm **Arsenal Ltd.** die Verwertung fauler Wertpapiere der **Savings Bank of Finland**. Die **STS-Bank** wurde nach dem Zusammenschluss mit der **KOP-Bank** als „Bad Bank“ fortgeführt.

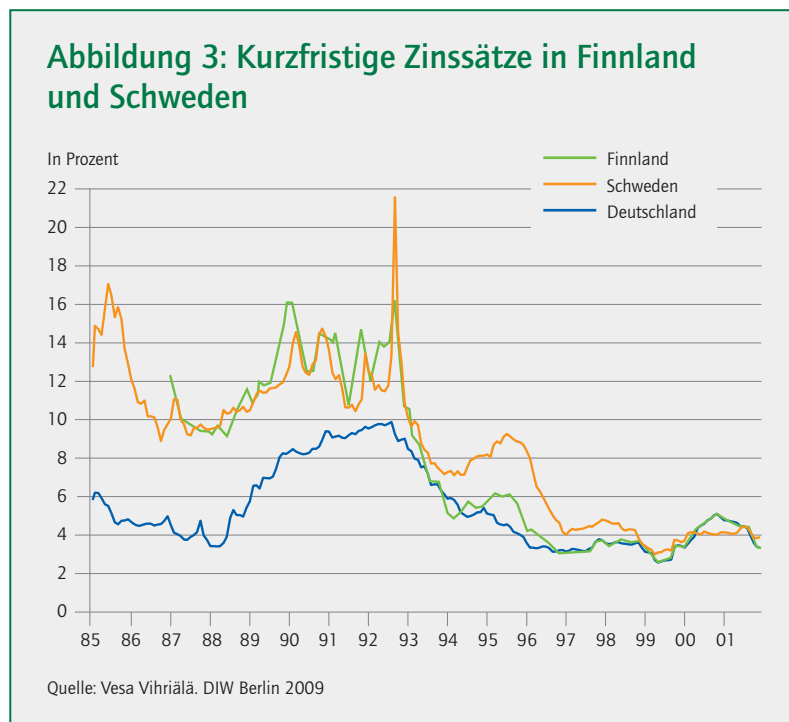
7 Die Governance des GGF wurde 1993 aufgrund bestehender Interessenskonflikte nochmals reformiert. Vgl. Drees, G., Pazarbasioglu, C., a. a. O.

destmaß beschränkt waren. Die vom GGF übernommen Bankanteile wurden zügig an inländische sowie ausländische Marktteilnehmer verkauft. Lediglich die nicht veräußerbaren Wertpapiere blieben zur weiteren Verwertung durch die „Bad Bank“ im Besitz des Staates.

Die Unterstützung des GGF konzentrierte sich in erster Linie auf den Sparkassensektor, der größtenteils den Kreditboom in den 80er Jahren getragen hatte und infolgedessen nun der schwächste Teil des Systems war. Die Restrukturierung führte zu einem Schrumpfen des Bankensektors. Die Bankenaufsicht wurde mit der Gründung der Financial Supervision Authority 1993 nachhaltig gestärkt.

In Folge der Krise sanken die Kreditbestände deutlich. Diese Entwicklung war dennoch kein Ausdruck einer Kreditklemme, sondern spiegelte vielmehr die schwierige wirtschaftliche Situation in Finnland wider, die einen Rückgang der Kreditnachfrage – hervorgerufen auch durch mangelnde Sicherheiten – mit sich brachte.

Schweden: Ursachen und Symptome der Krise



Die gesamtwirtschaftliche Leistung Schwedens wuchs im Gefolge einer umfassenden Deregulierung ab Mitte der 80er Jahre mit einer Rate zwischen zwei und vier Prozent. Angesichts eines im internationalen Vergleich hohen Zinsniveaus (Abbildung 3) kam es zu verstärkten Kapi-

talzuflüssen. Das Verhältnis von Kreditaufnahmen zum Bruttoinlandsprodukt betrug Anfang der 90er Jahre etwa 30 Prozent. Begleitet wurde die Entwicklung durch ein anhaltend hohes inländisches Kreditwachstum (Abbildung 4) – in der Spitze lag die jährliche Wachstumsrate zwischen 25 und 30 Prozent – und eine niedrige Sparquote der privaten Haushalte. Letztere erreichte Ende der 80er Jahre negative Werte.⁸ Teilweise waren die Kredite in ausländischer Währung denominiert.

Abbildung 4: Inländischer Kreditbestand

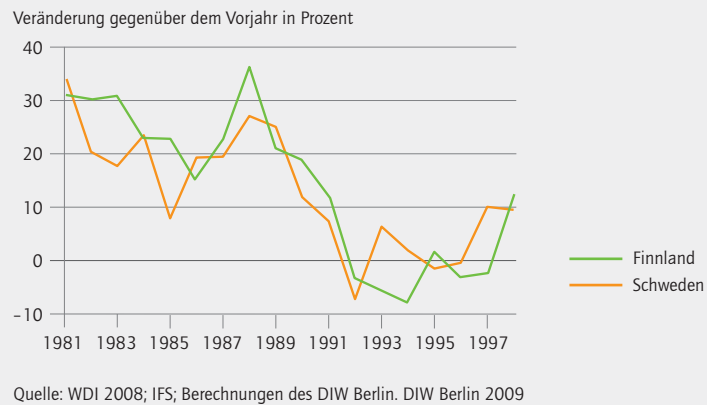
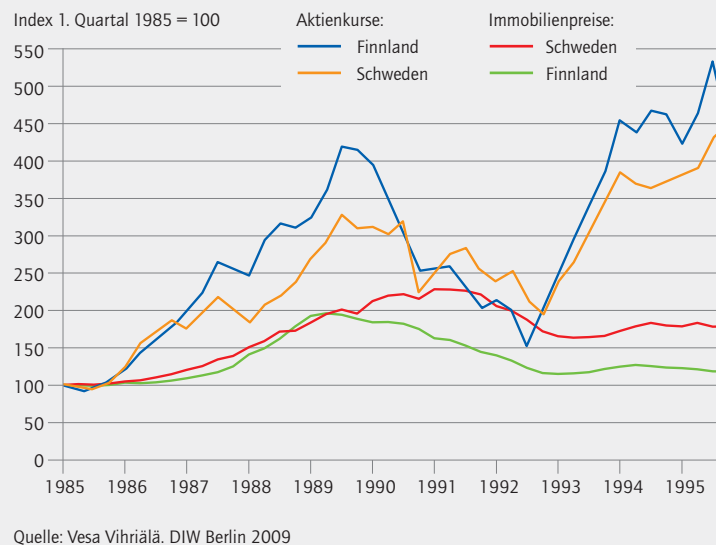


Abbildung 5: Aktien- und Immobilienpreise in Finnland und Schweden

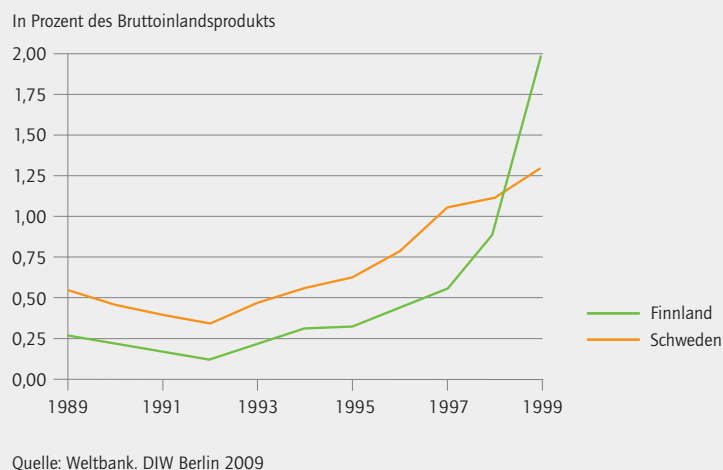


8 IMF: Japan's Economic Crisis and Policyoptions. 1998, www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1098/pdf/1098ch4.pdf.

Das anhaltende Kreditwachstum befeuerte einen starken Immobilien- und Aktienboom (Abbildung 5). Immobilienkredite spielten in den Geschäftsmodellen der schwedischen Banken eine zentrale Rolle. Die Kreditvergabe wurde durch Häuser und Grundstücke abgesichert.

Anfang der 90er Jahre schwächte sich das Wirtschaftswachstum in den skandinavischen Ländern ab. Die Blasen an den Aktien- und Immobilienmärkten platzten. Die Marktkapitalisierung ging in beiden Ländern zurück (Abbildung 6).

Abbildung 6: Marktkapitalisierung

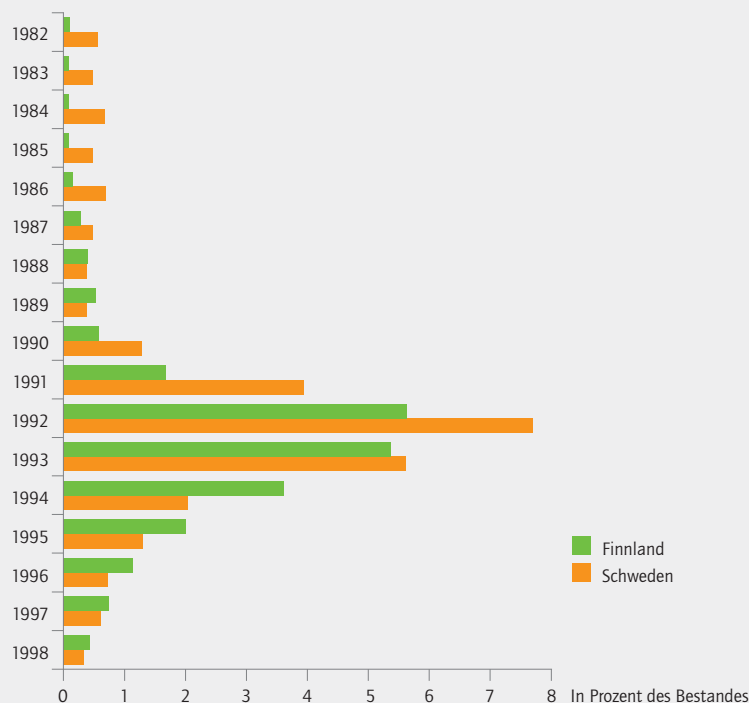


Das aufgebaute außenwirtschaftliche Defizit gepaart mit einer bedrohlichen Staatsverschuldung beförderte einen vermehrten Abfluss von Auslandskapital. Spekulationen setzten die Krone unter einen immer wiederkehrenden Abwertungsdruck, auf den mit einer Erhöhung der Zinsen reagiert wurde.⁹ Im Zuge dieser Entwicklungen wuchs die Verschuldung der Privathaushalte und das Eigenkapital der Banken erodierte aufgrund zunehmender Zahlungsausfälle. Von 1990 bis 1992 stiegen die Ausfälle von etwas über einem Prozent auf knapp acht Prozent des ausstehenden Volumens der schwedischen Banken (Abbildung 7). Vor allem notleidende Immobilienkredite machten den Banken zu schaffen. Im August 1990 wurde das erste Finanzinstitut insolvent. Es folgte eine Reihe von Ausfällen innerhalb des Bankensektors. Zwischen 1990 und 1993 mussten schwedische Banken Wert-

⁹ 1992, bereits mitten in der Krise, wurde die Krone freigegeben und wertete sofort erheblich ab. Auch der Wechselkurs der finnischen Mark wurde 1992 mit ähnlichen Folgen freigegeben.

berichtigungen in Höhe von zwölf Prozent des Bruttoinlandsprodukts vornehmen.¹⁰ Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts zwischen 1991 und 1993 trieb die Arbeitslosenquote auf zwölf Prozent.

Abbildung 7: Ausfälle von Krediten in Finnland und Schweden



Quelle: Vesa Vihriälä. DIW Berlin 2009

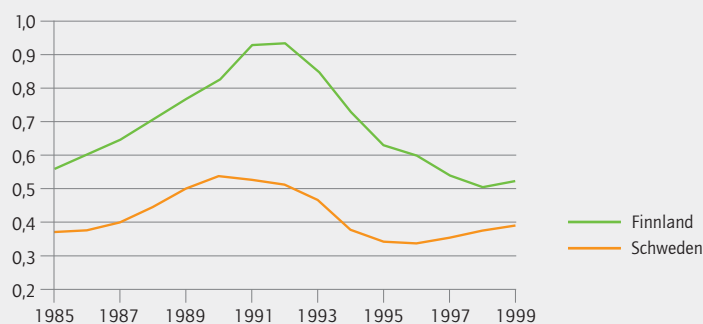
Das Wachstum des Kreditvolumens kam zum Stillstand und ging 1992 zurück. Das Verhältnis der Kredite von Geschäftsbanken zum Bruttoinlandsprodukt war bis Mitte der 90er Jahre in Schweden und Finnland rückläufig (Abbildung 8). Alle schwedischen Großbanken gerieten in Schwierigkeiten und kämpften mit einer unzureichenden Kapitalbasis.

Eine Kreditklemme ist aus schwedischer Sicht dennoch ausgeblieben. Die Kontraktion war nachfragegetrieben, so die These. Dies wird durch den scharfen Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte von weniger als minus vier Prozent des verfügbaren Einkommens im Jahr 1989

¹⁰ Backstrom, U.: What Lessons can be Learned from Recent Financial Crises? The Swedish Experience. Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1997, 129–140.

auf mehr als sieben Prozent im Jahr 1992 und den Rückgang des Bruttoinlandsprodukts gestützt.

Abbildung 8: Verhältnis von Krediten zum Bruttoinlandsprodukt



Quelle: Weltbank. DIW Berlin 2009

Maßnahmen der Krisenbewältigung

Auf die zunehmende Ausfallgefährdung der heimischen Banken reagierte die schwedische Regierung zunächst mit Verstaatlichungen und schließlich im Herbst 1992 mit einer allgemeinen Garantie für Bankeinlagen. Diese Garantie umfasste private Einlagen inklusive derjenigen, die von ausländischen Instituten und Privatpersonen stammten, Bankkredite untereinander und auch Zentralbankkredite an die Banken. Als zweite grundsätzliche Maßnahme wurde eine neue Agentur (Bank Support Authority) gegründet. Um Interessenskonflikte mit bereits bestehenden Institutionen der Bankenaufsicht zu vermeiden, wurde die Agentur der Regierung direkt unterstellt. Die Regierung räumte während der gesamten Zeit des Krisenmanagements der Kommunikation mit der Öffentlichkeit und der Transparenz der Maßnahmen höchste Priorität ein.

„Bad Banks“ zur Sanierung des Bankensektors

Beim Krisenmanagement machte sich die schwedische Regierung das Prinzip zu eigen, dass nur starke Banken eigenständig überleben sollten. Die als langfristig nicht überlebensfähig eingestuft Institute sollten ihre Geschäftstätigkeit entweder einstellen oder unter das Dach von Banken mit hinreichender Solvenz schlüpfen. Dieses Leitmotiv erforderte die Überprüfung der Geschäftsmodelle aller in Not geratener Banken. Da die Aktionäre von Banken, die als langfristig nicht

überlebensfähig eingestuft wurden, der vollständigen Entwertung ihrer Anteile entgegensahen, hatten die Eigentümer einen Anreiz, auf staatliche Hilfe nur dann zurückzugreifen, wenn dies unabdingbar geworden war.

Essentiell für die Verfolgung dieser Strategie war die Bewertung der vorhandenen Aktiva der in Schieflage geratenen Banken zu Marktwerten, die Abschreibung der Differenz zwischen ursprünglichem und neuem Wert und die Entfernung der notleidenden Aktiva aus den Büchern der Banken. Überwiegend handelte es sich dabei um Immobilienkredite. Erlaubten die verbliebenen Aktiva den Betrieb eines tragfähigen und nachhaltigen Geschäftsmodells, wurde die Einhaltung der Eigenkapitalrichtlinien durch die „Rumpfbank“ gemäß Basel I garantiert. Die geforderten acht Prozent Eigenkapital kamen entweder durch staatliches Kapital oder durch freiwillige private Kapitalerhöhungen zustande.

Die überwiegende Zahl der Banken benötigte eine solche Rekapitalisierung. Auf öffentliche Gelder griffen jedoch letztlich nur *Nordbanken* und *Gota* zurück und gingen daher in Staatseigentum über. Die übrigen Großbanken zogen es vor, ihr Eigenkapital mit privaten Mitteln aufzustocken und auf privatwirtschaftlicher Ebene Vermögensverwertungsgesellschaften zu gründen.

Für die beiden verstaatlichten Großbanken wurden eigene Vermögensverwertungsgesellschaften, sogenannte „Bad Banks“ gegründet.¹¹ Diese übernahmen die im Krisenumfeld kaum zu verwertenden und daher nur mit extrem hohen Abschlägen verkäuflichen Investments. Die Einstufung als notleidendes Engagement wurde, ebenso wie die Bewertung, externen Experten übergeben. Verkauft wurden die Vermögenswerte, wenn das Marktumfeld hinreichend günstig war.

Voraussetzungen für den Erfolg von „Bad Banks“

Für den Erfolg einer „Bad Bank“ sind zwei Faktoren entscheidend:

- Der Preis der von den „Bad Banks“ aufgekauften Vermögenswerte muss marktgerecht sein.

¹¹ *Securum* war überwiegend für die Sanierung der notleidenden Kredite von *Nordbanken* zuständig, während *Retriva* aus Anlass der Schieflage der *Gotabank* gegründet wurde. Vgl. Drees, G., Pazarbasioglu, C., a. a. O.; und Ergunor, O. E.: On the Resolution of Financial Crises: The Swedish Experience. FRB of Cleveland Policy Discussion Paper No. 21, 2007, ssrn.com/abstract=1023685. *Nordbanken* und die 1993 in ihr aufgegangene *Gota* firmieren heute als *Nordea Bank*.

- Spezialisierte Expertise für den Umgang mit ausgefallenen oder sich im Zahlungsverzug befindlichen Aktiva muss in hinreichendem Ausmaß vorhanden sein.

Wegen der Unbeobachtbarkeit des wahren Wertes werden in der Regel Durchschnittspreise für den Ankauf der zweifelhaften Vermögenswerte festgelegt. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass die „Bad Bank“ dann mit einem Zitronenproblem konfrontiert ist.¹² Rationalerweise geben die Banken nur diejenigen Aktiva an den Staat ab, deren Wert unterhalb des Durchschnittspreises liegt. In der Konsequenz zahlt die „Bad Bank“ überhöhte Preise und macht Verluste. Der Steuerzahler wird in dieser Konstellation an den Sanierungskosten des Bankensektors in überproportionalem Ausmaß beteiligt.

In der Regel ist eine Restrukturierung und Sanierung der übernommenen Kredite beziehungsweise Vermögenswerte notwendig. Dazu gehören Verhandlungen mit den Schuldnern, Umschuldungen und gegebenenfalls adäquate Schuldennachlässe um den endgültigen Ausfall zu vermeiden.¹³ Unabdingbar für die Sanierung ist dabei ein klar identifizierbarer Verhandlungspartner. Auch das Schnüren von attraktiven Paketen für potentielle Käufer, die oft monetäre Beigaben des Staates enthalten, gehört zum Instrumentarium einer „Bad Bank“. Hat der Staat keinen ausreichenden Zugang zu spezialisiertem Wissen über die Sanierung und Verwertung von Krediten und Wertpapieren, kann es trotz eines möglicherweise marktgerechten Ankaufspreises zu überproportionalen Verlusten für den Steuerzahler kommen.

Erfolgsbilanz der „Bad Banks“ in den 90er Jahren

In Schweden war die Mehrzahl der übernommenen Bankanlagen einheimische Immobilienkredite. Insofern war eine wesentliche Voraussetzung für ein effektives Arbeiten der „Bad Banks“ – klare Identifikation und Erreichbarkeit der Ausgangsschuldner – erfüllt. Das Prinzip, dass zuerst die Aktionäre für Verluste aufkommen mussten trug dazu bei, dass ein strategisches Abladen von Problemkrediten bei der Verwertungsgesellschaft durch die Banken keine Rolle spielte. In harten Verhandlungen gelang es, mit den Banken Ankaufspreise festzulegen, die ex post als marktgerecht angesehen werden können. Ein

12 Akerlof, G. A.: The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Quarterly Journal of Economics 84 (3), 1970, 488-500.

13 Schäfer, D.: Restructuring Know How and Collateral. Kredit und Kapital 35, 2002, 572-594; Schäfer, D.: Outside Collateral, Preserving The Value Of Inside Collateral And Sorting. Schmalenbach Business Review 53, 2001, 321-350.

striktes Liquidierungs- und Sanierungsmanagement trug ein Übriges zum Erfolg der schwedischen „Bad Banks“ bei.¹⁴ Nur Schuldner, die als sanierungsfähig eingestuft wurden, konnten auf Nachlässe und Umschuldungen hoffen. Kredite von nicht als sanierungsfähig eingestuften Kunden wurden rasch liquidiert.¹⁵ Die Kosten der Krise wurden 1993 auf vier Prozent der schwedischen Wirtschaftsleistung taxiert. Bereits 1997 ging man davon aus, dass die dauerhaften Kosten deutlich niedriger sein werden. Tatsächlich hatten sich 2007 Erträge und Kosten ausgeglichen. Die ausgeglichene Bilanz ist wesentlich auf die Arbeit der „Bad Banks“ zurückzuführen.

Die Kosten des finnischen Rettungspaktes beliefen sich noch im Jahr 2000 auf rund sieben Prozent des Bruttoinlandsprodukts und waren damit wesentlich höher als im Nachbarland. Im Zuge der Restrukturierung des finnischen Bankensektors ist es nicht gelungen, eine optimale Verwertung der in die „Bad Bank“ ausgelagerten Kredite und Wertpapiere zu erreichen.

Krisenmanagement versus Strukturreform

Aus finnischer und schwedischer Sicht ist eine zeitliche Verschiebung der Arbeiten an einer Neugestaltung der Finanzmarktarchitektur sinnvoll, um sich in der gegenwärtigen Situation auf das Krisenmanagement und den Umgang mit den notleidenden Anlagen in den Büchern zu konzentrieren. Das DIW Berlin plädiert jedoch dafür, auch bei der Neugestaltung der Finanzmarktarchitektur rasch zu einer Umsetzung zu kommen (Kasten 2).¹⁶ Vergangene Krisen haben unter anderem gezeigt, dass die Bereitschaft der Akteure im Finanzsektor zu grundlegenden Veränderungen in dem Maße abnimmt, wie das Krisenmanagement greift. Vermutlich kehrt auch das Vertrauen in den Finanzsektor nur nachhaltig zurück, wenn sichtbare Zeichen zur Vermeidung zukünftiger Krisen gesetzt sind.¹⁷

14 Im Economist wird das Sanierungsmanagement als „gnadenlos“ bezeichnet: „...very effective they were (indeed, some borrowers complained they were too ruthless)...“ Stockholm Syndrome. The Economist, November 2008.

15 Bergström, C., Englund, P., Thorell, P.: Securum and the Way out of the Swedish Banking Crisis. Summary of a report commissioned by SNS – Center for Business and Policy Studies, P.O., Stockholm 2003.

16 Schäfer, D.: Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 51–52/2008.

17 Zimmermann, K. F.: Schadensbegrenzung oder Kapriolen wie im Finanzsektor? Wirtschaftsdienst 2008 (12), 18–20.

Kasten 2:

Neun-Punkte-Plan des DIW Berlin für eine neue Finanzmarktarchitektur

1. Regulierung und Krisenmanagement: Koordinationsversagen minimieren

- ▶ durch Selbstbehalt und Transparenz bei der Verbriefung
- ▶ durch Bestrafung von Fristeninkongruenz
- ▶ durch eine zentrale Stelle zur Etablierung internationaler Regulierungsstandards
- ▶ durch eine internationale Institution, die im Krisenfall notwendige Maßnahmen abstimmt und koordiniert
- ▶ durch eine europäische Finanzmarktaufsicht

2. Finanzaufsicht: Subsidiarität forcieren

- ▶ durch eine zweistufige europäische Finanzaufsicht

3. Managervergütung: Keine Anreize für Fehlverhalten

- ▶ durch eine transparente Regulierung von Bonussystemen für Bankmanager
- ▶ durch die Genehmigung der Gesamtvergütung durch Aktionäre

4. Kreditbewertung: Glaubwürdigkeit des Staates nutzen

- ▶ durch die Schaffung einer nicht-kommerziellen öffentlichen Rating-Agentur auf europäischer Ebene

5. Landesbanken: Staat nicht überfordern

- ▶ keine operative Verantwortung des Staates im Bankgeschäft

6. Staatsgarantien: Missbrauch der staatlichen Verantwortung verhindern

- ▶ private Finanzdienstleister nicht langfristig mit Staatsgarantien ausstatten

7. Aussagefähige Bankbilanzen: Nachverhandlungsanfälligkeit berücksichtigen

- ▶ indem ausgelagerte Kreditrisiken in der Bankbilanz angerechnet werden und
- ▶ Registrierung und Genehmigung von Zweckgesellschaften durch die Bankenaufsicht stattfinden

8. Regulierungsprinzipien: „Breitbandregulierung“ nicht sinnvoll

- ▶ differenzierte und angepasste Regulierungsmaßnahmen sind erforderlich

9. Eigenkapitalfinanzierung stärker gewichten

- ▶ durch die Rückkehr zu mehr Eigenkapitalfinanzierung

Quelle: Schäfer, D.: Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur.
Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 51-52/2008.

Fazit

Sowohl in Finnland als auch in Schweden hat die „Bad Bank“ als Instrument zur Sanierung des heimischen Bankensektors eine wichtige Rolle gespielt. Die schwedische „Bad Bank“ hat ihre Tätigkeit mit einem positiven Ergebnis abgeschlossen und damit den Beweis erbracht, dass die Befreiung der Banken von schlechten Anlagen mittels Ankauf durch eine staatliche Institution nicht zwangsweise mit starken finanziellen Belastungen für den Steuerzahler einhergehen muss. Dies war eine der wesentlichen Erkenntnisse der vom DIW Berlin gemeinsam mit den Botschaften Finnlands und Schwedens veranstalteten Konferenz zu den Auswegen aus der gegenwärtigen Finanzmarktkrise am Beispiel der Nordischen Bankenkrise.

Die Übertragbarkeit der dargestellten Erfahrungen auf die gegenwärtige Krise ist allerdings begrenzt. Der Finanzmarkt und die auf ihm stattfindenden Transaktionen sind inzwischen wesentlich komplexer geworden. Ein marktgerechter Ankaufrispreis für Pakete von verbrieften, momentan wertlosen Immobilienkrediten mit größtenteils US-amerikanischen Ausgangsschuldnern ist zweifellos sehr viel schwerer festzulegen, als für einen klar abgegrenzten einheimischen Einzelkredit. Angesichts amerikanischer Ausgangsschuldner und einer Vielzahl von dazwischen geschalteten Finanzinstituten stellt sich auch die Sanierung der Aktiva mittels Nachverhandlung und Umschuldung als kaum lösbares Problem dar. Damit bleiben die Erfolgchancen einer deutschen „Bad Bank“ ungewiss.



Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur

von Dorothea Schäfer

DIW Wochenbericht
51-52/2008,
S. 808-817

Seit dem Sommer 2007 sind die Akteure auf den Finanzmärkten mit einer selbstverursachten Krise konfrontiert. Um eine Wiederholung in Zukunft zu vermeiden, haben die G20-Staaten am 15. November 2008 auf dem Finanzgipfel in Washington beschlossen, „alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktteilnehmer einer Regulierung oder angemessenen Überwachung“ zu unterwerfen. Lückenlosigkeit als Prinzip liefert freilich noch keine inhaltliche Orientierung bei der Neugestaltung der Finanzmarktarchitektur. Das DIW Berlin präsentiert in Form einer Agenda neun Anforderungen an eine Reform der Finanzmarktregulierung. Die Punkte 1 bis 3 stellen die Verhinderung von Koordinationsversagen und das Setzen richtiger Anreize in den Mittelpunkt; die Punkte 4 bis 6 umreißen Möglichkeiten und Grenzen der zukünftigen Rolle des Staates; die Punkte 7 und 8 fokussieren auf die Aufsicht. Punkt 9 schließlich fordert eine stärkere Gewichtung der Eigenkapitalfinanzierung und die Einsicht in die grundsätzlich systemschonende Wirkung von bonitätsbedingten Finanzierungsbeschränkungen.

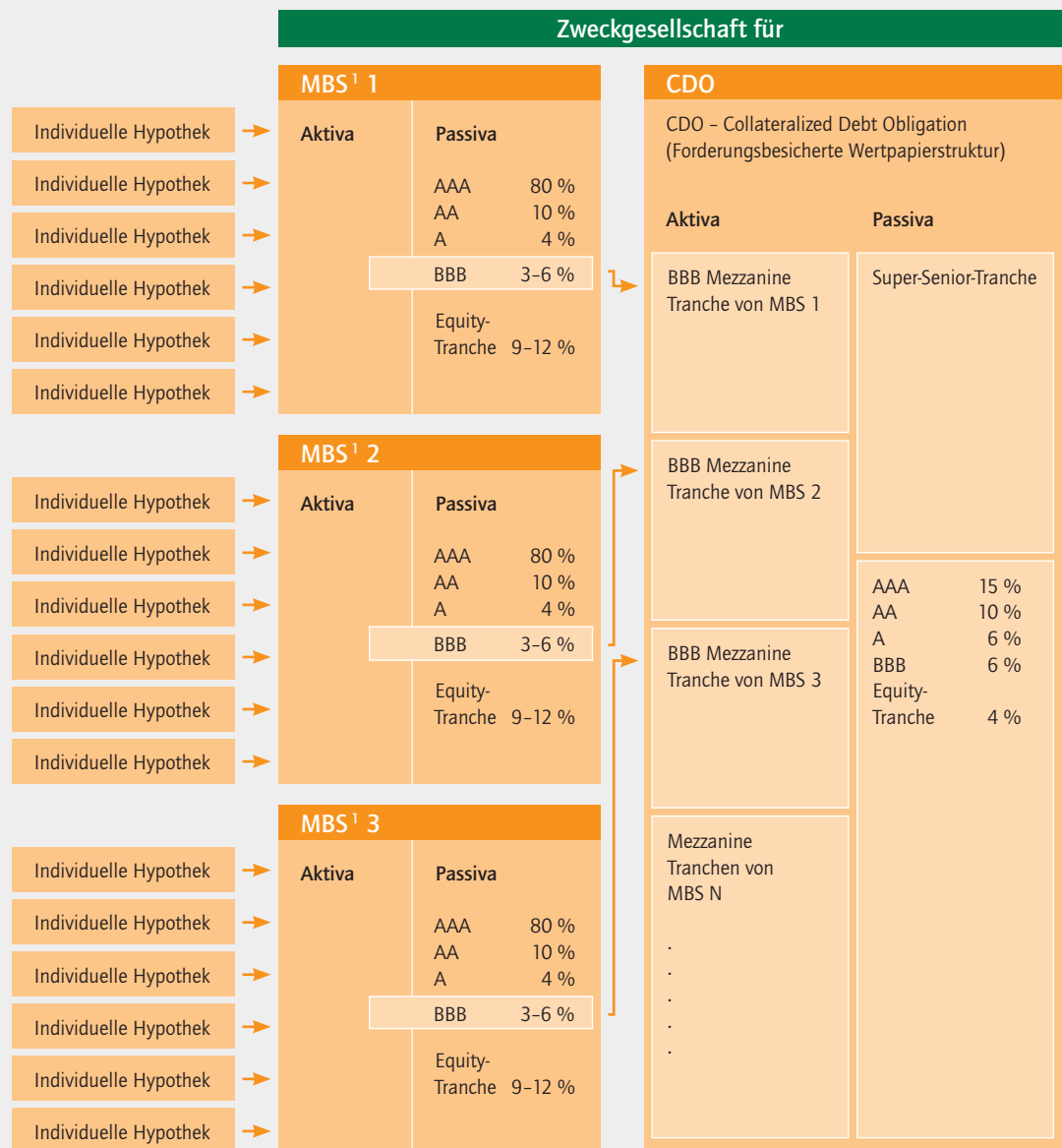
Die aktuelle Finanzkrise geht auf tiefgreifende Verwerfungen auf dem US-Häusermarkt und im US-amerikanischen Finanzmarkt zurück. Während des Booms auf dem privaten Immobilienmarkt, zu dem auch die sehr lockere Geldpolitik der US-Notenbank beigetragen hat, waren auch einer großen Zahl von Hausbesitzern zweifelhafter Bonität Hypothekendarlehen gewährt worden (Subprime-Segment). Lockangebote mit anfänglich sehr geringen aber später sprunghaft steigenden Zins- und Tilgungszahlungen waren üblich. Der Kreditrahmen des Schuldners wuchs meist automatisch mit dem Wertzuwachs der Immobilie. Eine andauernde Beleihung eines Hauses zu 100 Prozent war daher in den USA nichts Ungewöhnliches. Mit der schrittweisen Zinserhöhung der Notenbank von einem Prozent (Mitte 2004) auf 5,25 Prozent (Mitte 2007) stiegen die meist variablen, an die Leitzinsentwicklung gekoppelten Hypothekenzinsen stark.

Die Hypothekenkredite wurden teilweise zu Paketen zusammengelegt, tranchiert, mit einem Rating versehen und schließlich als hypothekenbesicherte Wertpapiere (Mortgage backed Securities) unterschiedlicher Bonität weltweit verkauft (Abbildung 1, links).¹ Sogenannte Senior-Tranchen (AAA bis A) besitzen die besten Noten. Die Ausfallwahr-

¹ Allgemein werden mit Krediten unterlegte verbriefte Wertpapiere Asset Backed Securities genannt.

scheinlichkeit dieser Tranchen liegt laut Benotung der Rating-Agentur Fitch zwischen 0,061 Prozent und 0,304 Prozent. Mezzanine Tranchen können zwischen knapp einem Prozent (BBB) und gut neun Prozent (B) Ausfallwahrscheinlichkeit liegen. Die höchste Ausfallwahrscheinlichkeit liegt bei der Equity-Tranche, die ohne Rating bleibt.

Abbildung 1: Von den hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBS) zu den mezzaninen forderungsbesicherten Wertpapierstrukturen (CDO)



¹ MBS: Hypothekenbesicherte Wertpapierstruktur (Mortgage-backed securities).

Quelle: Darstellung des DIW Berlin, angelehnt an Eidgenössische Bankenkommission. DIW Berlin 2008

Besonderen Zündstoff bekamen Verbriefungen dadurch, dass Wertpapierkäufer die höher rentierlichen mezzaninen Tranchen mittels einer Zweckgesellschaft zu einer neuen forderungsbesicherten Struktur, sogenannten CDOs (Collateral Debt Obligations), zusammenfassen und die einzelnen CDO-Tranchen dann von den Ratingagenturen erneut Noten aus dem gesamten Bonitätsspektrum bekamen. Dabei nahm die Super-Senior-Tranche mit einer geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit von weniger als 0,061 Prozent 50 bis 60 Prozent des Volumens ein (Abbildung 1, rechts).² Mittlerweile gelten bei manchen mezzaninen CDOs aus dem Hypothekenbereich alle Tranchen inklusive der Super-Senior-Tranche als hoch spekulativ.

Durch weitere Replikationen durch die Käufer von CDOs entstanden wahre Verbriefungsketten. Die Ausfälle werden auf jeder Stufe zunächst über die Equity-Tranche aufgefangen, die eigentlich überwiegend beim Erzeuger des Paketes verbleiben sollte (horizontaler Selbstbehalt). Offensichtlich gelang es jedoch oft, auch diesen spekulativen Teil an besonders risiko- und renditehungrige Investoren wie Hedgefonds zu veräußern.³

Die Käufer von CDOs waren zum Teil rechtlich selbständige Zweckgesellschaften außerhalb der Bilanz der Mutterbank, die sich kurzfristig refinanzierten. Die Aktiva der Zweckgesellschaft, üblicherweise Senior-Tranchen, dienten als Sicherheit. Die Langfristigkeit dieser Investition erforderte ein kontinuierliches Roll-over der Kurzfriskredite beziehungsweise der Wertpapieremissionen auf dem Interbankenmarkt.

Einbruch der Immobilienpreise

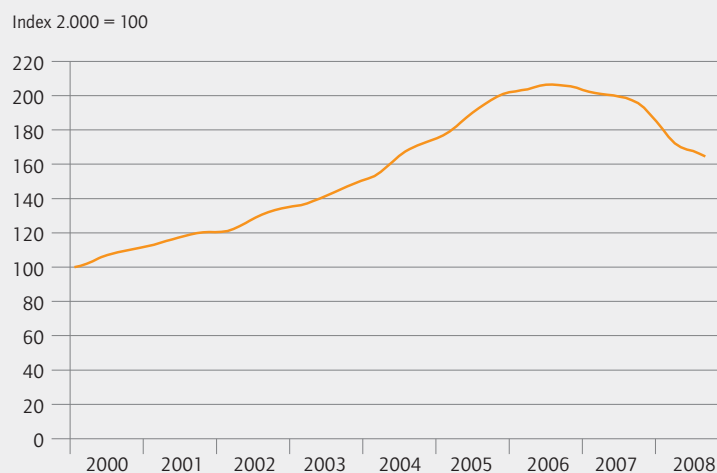
In der zweiten Jahreshälfte 2006 begannen die Preise für private Häuser in den USA auf breiter Front zu fallen (Abbildung 2). In den Folge Monaten stiegen die Kreditausfälle im niedrigen Bonitätsbereich kontinuierlich an. Akut wurde die Krise im Juli 2007 als die Investmentbank Bear Stearns zwei ihrer Hedgefonds, die in mezzanine CDOs investiert hatten, schließen musste. Kurz danach stufte Standard & Poors erstmals hypothekenbesicherte Wertpapiere aus dem Boomjahr 2006

2 Eidgenössische Bankenkommission: Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG. September 2008.

3 Brunnermeier, M. K.: Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–08. www.princeton.edu/~markus/research/papers/liquidity_credit_crunch.pdf. In den USA haben selbst Pensionsfonds in diese hochriskanten und deshalb sehr ertragreichen Equity-Tranchen investiert: The Poison in Your Pension by David Evans. Bloomberg Markets, July 2007, www.bloomberg.com/news/marketsmag/pensions.pdf. Vgl. auch Bank of England: Financial Stability Report. Oktober 2008, www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2008/fsrfull0810.pdf.

herab.⁴ Weitere Herabstufungen, die einer Entwertung gleich kamen, folgten. Die Entwertung ihrer Sicherheiten schnitt zahlreiche Zweckgesellschaften von der Liquiditätsversorgung über den Interbankenmarkt ab. Das Mutterhaus musste den Refinanzierungsbedarf decken, sollten die Zweckgesellschaften nicht untergehen. Das überforderte zahlreiche Banken. In Deutschland traf dies Ende Juli 2007 als erstes die Industrie-Kreditbank und im August die Landesbank Sachsens, die bei ihren jeweiligen Eigentümern und letztlich beim Land oder Bund um zusätzliche Kreditlinien und Eigenkapitalhilfen nachsuchen mussten.

Abbildung 2: Case Shiller Houseprice Index für 20 US-amerikanische Metropolen – Composite-20 SPCS20R



Quelle: Standard & Poor's/Case-Shiller Home Price Indices. DIW Berlin 2008

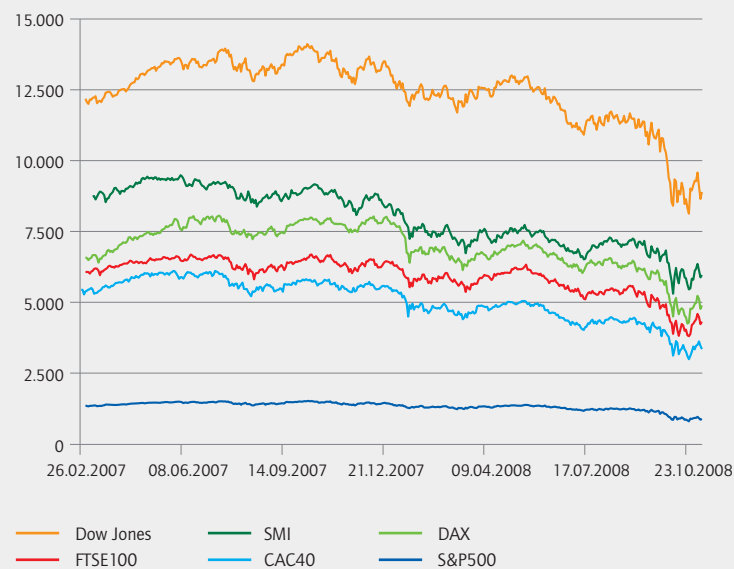
Gestiegener Liquiditätsbedarf und Austrocknung des Interbankenmarktes

In der Folge wurden Hedgefonds, die den Kauf der Tranchen über Bankkredite, Leerverkäufe oder Geschäfte mit Rückkaufvereinbarung finanziert hatten, von ihren Maklern zur Stellung erhöhter Einschüsse und Sicherheiten gezwungen. Zusätzlich trieb die Anteilsrückgabe von Investoren den Liquiditätsbedarf der Fonds in die Höhe. Soweit Märkte vorhanden waren wurden Vermögenswerte wie Aktien zu Geld gemacht.

4 Rudolph, B.: Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise. Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 60, 2008, 713–741.

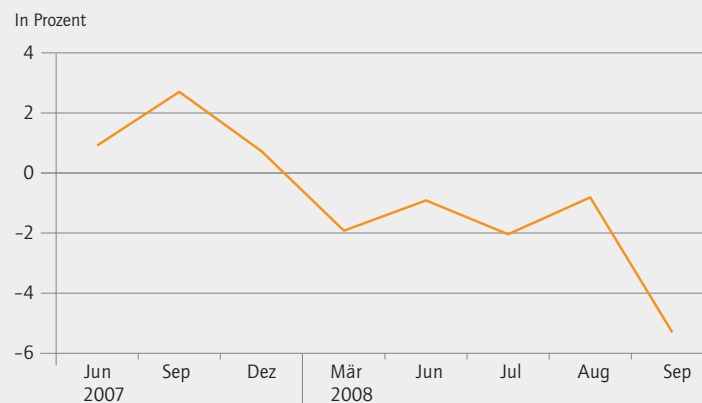
Dabei zeigte sich sehr schnell, dass nicht standardisierte strukturierte Produkte unverkäuflich waren. Dementsprechend tendierte ihr Marktwert gegen Null (Abbildung 3 und 4).

Abbildung 3: Entwicklung von wichtigen Aktienindizes



Quelle: Yahoo!Finance, de.finance.yahoo.com/q/hp?s=^GDAXI. DIW Berlin 2008

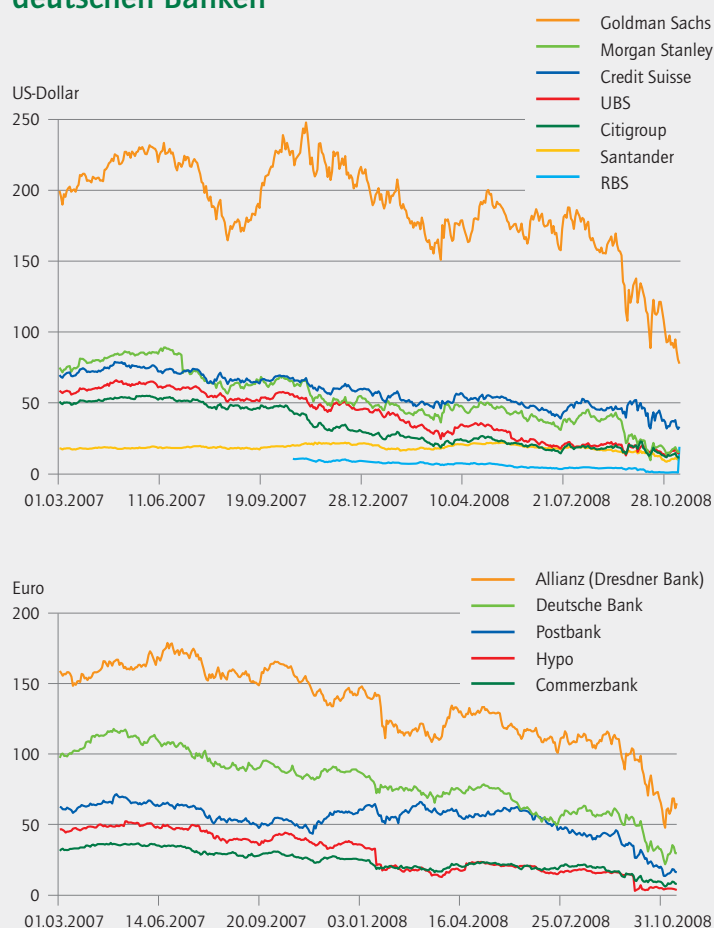
Abbildung 4: Entwicklung monatlicher Renditen bei Hedgefonds (HFN Durchschnitt)



Quelle: Hedgefund.net. DIW Berlin 2008

Der Eigenbedarf der Banken an Liquidität, die Unsicherheit über die staatliche Rettungsbereitschaft, der steigende Abschreibungsbedarf aufgrund andauernder Herabstufung der Papiere im Handelsbuch, aber auch die fallenden Vermögenspreise und das abnehmende Vertrauen in die Akteure insgesamt würgten den Interbankenmarkt allmählich ab.⁵ Die Tendenz zum vorsorglichen Horten von Liquidität und die Furcht vor Ausfall trieben die Risikoprämien nicht nur für längerfristige Ausleihungen nach oben.

Abbildung 5: Aktienkurse von internationalen und deutschen Banken



Quelle: Yahoo!Finance, de.finance.yahoo.com/q/hp?s=GDXI. DIW Berlin 2008

⁵ Forderungen im Handelsbuch sind verbrieft und müssen nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) zum Marktwert bilanziert werden. Ab- und Zuschreibungen gehen in die Gewinn- und Verlustrechnung ein. Forderungen im Anlagebuch kann hingegen ein Anschaffungspreis beigelegt werden. Um den Abschreibungsbedarf zu begrenzen, hat das EU-Parlament den europäischen Banken vor kurzem gestattet, verbrieft Wertpapiere in das Anlagebuch zu verschieben, www.iasb.org/NR/rdonlyres/BE8B72FB-B7B8-49D9-95A3-CE2BDCF8915F/0/AmdmentsIAS39andIFRS7.pdf.

Um den Kollaps des Systems zu verhindern, begannen die Zentralbanken, die Geschäftsbanken weltweit mit Liquidität zu versorgen. Kurzzeitig schien es, als würden sich die Märkte beruhigen. So lag der DAX zur Jahreswende 2007/2008 noch einmal über 8000 Punkte. Meist um die Quartalswende, wenn Dreimonatskredite ausliefen, signalisierten allerdings verstärkte Interventionen der Notenbanken das Andauern der Liquiditätsnöte im Bankensektor. Im Gefolge des Notverkaufs der zusammengebrochenen Investmentbank Bear Stearns an JP Morgan am 16. März 2008 stieg die Risikoprämie für längerfristige Ausleihungen erneut, auch wenn krisenverschärfende systemische Folgen zunächst ausblieben. Der anhaltende Bedarf an flüssigen Geldmitteln drückte nun weltweit und nachhaltig die Kurse an den Aktienmärkten. Besonders betroffen vom Abwärtssog waren naturgemäß die Bankwerte (Abbildung 5).

Eine neue Dimension

Am 7. September 2008 verstaatlichte die amerikanische Regierung Fannie Mae und Freddy Mac wegen akuter Liquiditätsprobleme. Das Geschäftsmodell dieser beiden börsennotierten Großhandelsbanken mit impliziter Staatsgarantie bestand im Ankauf von Hypothekenkrediten und der Refinanzierung durch Ausgabe von strukturierten Wertpapieren.⁶ Die Verstaatlichung katapultierte die Krise in eine neue Dimension. Investmentbanken sahen sich hohen Liquiditätsabflüssen ausgesetzt. Durch spekulative Leerverkäufe geriet ihr Aktienkurs stark unter Druck.⁷ Beides zwang die Investmentbank Lehman Brothers als erstes in die Knie. Die amerikanische Regierung verweigerte Lehman und seinen überwiegend ausländischen Gläubigern eine Auffanglösung. Die Bank musste am 15. September Gläubigerschutz beantragen.

Die Insolvenz signalisierte weltweit allen Banken wie berechtigt die Angst vor Ausfall im gegenseitigen Leihgeschäft war. Der Interbankenmarkt kam vollkommen zum Erliegen. Die Zentralbanken, eigentlich „lender of last resort“, avancierten teilweise zur „ersten Finanzierungsadresse“.⁸ Der Kreis notenbankfähiger Sicherheiten

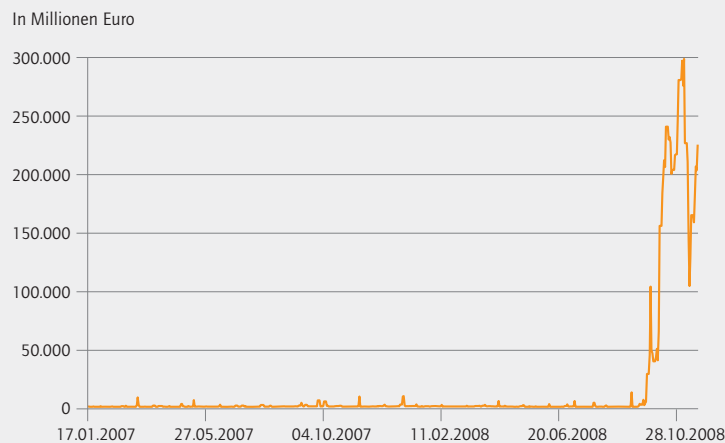
6 Die US-Banken besitzen oder bürgen für Hypothekenkredite von rund fünf Billionen US-Dollar. Das entspricht etwas weniger als der Hälfte des einheimischen Immobilienkreditvolumens von zwölf Billionen US-Dollar.

7 Der Verkäufer veräußert eine Aktie auf Zeit ohne Eigentümer derselben zu sein und hinterlegt den Erlös als Sicherheit bei der Maklerbank. Der Leerverkauf ist profitabel, wenn der Kurs **fällt** und das Papier nach Ablauf der Frist zu einem niedrigeren Kurs zurückgekauft werden kann.

8 Dies gilt insbesondere für Großhandelsbanken. Sie verfügen über keine Spar- und Sichteinlagen. Der Bankentyp versteht sich als Intermediär für Großkunden, zum Beispiel für Banken mit Endkundengeschäft.

wurde stark ausgeweitet. Dennoch gelang keine nachhaltige Stabilisierung. Die Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB wuchsen nach der Lehmann-Insolvenz trotz negativer Zinsdifferenz explosionsartig (Abbildung 6). Die Funktionsfähigkeit des Systems hing vor allem an der Verfügbarkeit notenbankfähiger Sicherheiten bei den Geschäftsbanken.

Abbildung 6: Einlagenentwicklung bei der EZB



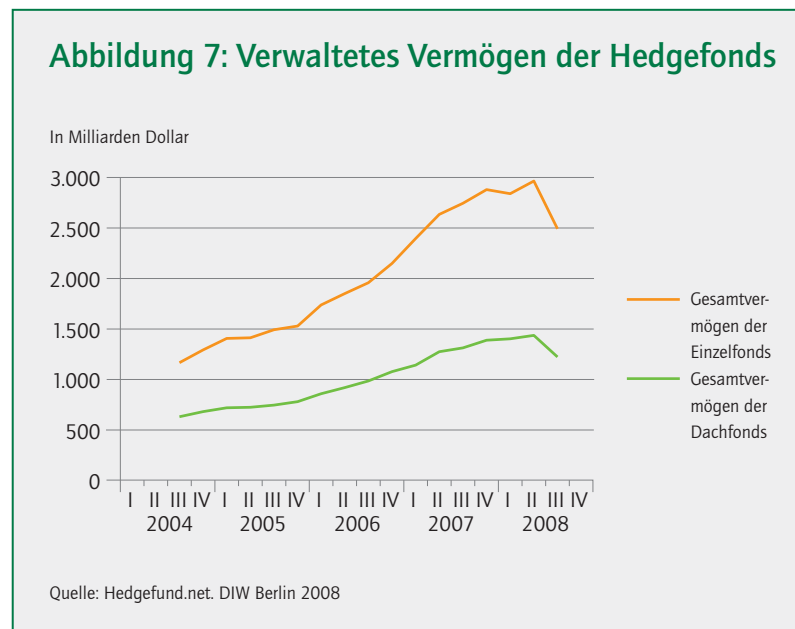
Quelle: Europäische Zentralbank. DIW Berlin 2008

Staatliche Rettungsmaßnahmen

Der Vertrauensschwund zwang die Regierungen zu groß angelegten Rettungsaktionen. Die amerikanische Volksvertretung verabschiedete am 3. Oktober einen 700 Milliarden US-Dollar Rettungsplan. Irland breitete als erstes Land in Europa einen Rettungsschirm über seine einheimischen Banken aus. Am 5. Oktober verkündete die deutsche Bundesregierung die Garantie aller Spareinlagen. Knapp zwei Wochen später, am 17. Oktober wurde das fast 500 Milliarden Euro schwere Rettungspaket für den Bankensektor, bestehend aus Bürgschaften, Beteiligungen und Aufkäufen von illiquiden Wertpapieren verabschiedet. Die britische Regierung startete eine Zwangskapitalisierung der wichtigsten eigenen Banken.⁹

⁹ Von ursprünglich vorgesehenen acht Instituten haben allerdings bislang nur HBOS, Lloyds TSB und RBS (Royal Bank of Scotland) die mit Auflagen verbundene Kapitalhilfe angenommen. Northern Rock und Bradford & Bingley sind verstaatlicht.

Weitere nationale Rettungsschirme folgten. Die EU verständigte sich sowohl intern als auch mit den USA auf ein abgestimmtes Krisenmanagement. Erste Anzeichen einer Entspannung auf dem Interbankenmarkt sind zwar vorhanden. Dennoch hält die Flucht aus risikobehafteten Vermögensanlagen an. So mussten Hedgefonds im dritten Quartal 2008 einen historisch einmaligen Rückgang beim verwalteten Vermögen von fast 700 Milliarden US-Dollar hinnehmen (Abbildung 7).¹⁰



Agenda für den Umbau der Finanzmarktarchitektur

Der Rückgriff auf den Steuerzahler in der Krise ist mit vielfältigen Fehlanreizen und Risiken verbunden. Er ist daher allenfalls zeitlich befristet akzeptabel. Eine nachhaltige Stabilisierung des Banken- und Finanzsektors kann nur über eine Umgestaltung der Regeln und damit der Finanzmarktarchitektur kommen. Aufgabe einer neuen Architektur ist es, die zutage getretenen Probleme zu lösen, ohne dabei neue, ähnlich schwerwiegende, hervorzurufen. Im Folgenden werden Anforderungen an die Umgestaltung der Finanzmarktarchitektur in Form einer Agenda formuliert. Dabei wird zum einen auf die Erkenntnisse der modernen verhaltensorientierten Finanzmarktforschung zurückgegriffen, zum anderen auf Diskussionen mit Praktikern.

¹⁰ Die Zahl bezieht sich auf Single Manager Hedge Funds und Funds of Funds. Laut Hedgefund.net ist dies der größte Rückgang in der bisherigen Geschichte. Hedge Fund Industry Asset Flow Report – Q3 2008, www.hedgefund.net/marketing_index.cfm?template=research/researchfront.cfm.

TOP 1: Koordinationsversagen minimieren

Koordinationsversagen, also die Unfähigkeit der Akteure ihre Handlungen zum Nutzen aller abzustimmen, bewirkt ein suboptimales Gleichgewicht.¹¹ So kann ein unkoordinierter Rückzug von Gläubigern ein eigentlich gesundes Unternehmen in den Bankrott treiben.¹² In der gegenwärtigen Krise ist Koordinationsversagen ein zentrales Problem, und zwar sowohl auf einzelwirtschaftlicher als auch auf staatlicher Ebene (Kasten).

Kasten: Koordinationsversagen auf dem Finanzmarkt

Die herrschende Praxis bei der Verbriefung ist eine schier unerschöpfliche Quelle für Koordinationsversagen.¹ Mehrstufigkeit und mangelnde Dokumentation schließt die Identifikation von Ausgangschuldner, Schuldenhöhe und Besicherung aus. Bemühungen, die Sanierung der Schuldner mittels Bildung von Gläubigerpools herbeizuführen, sind daher von vornherein zum Scheitern verurteilt.² Hinzu kommt das Finanzgefahren der Käufer von verbrieften Wertpapieren. Die Fristeninkongruenz zwischen Investition und Finanzierung vervielfacht die Wahrscheinlichkeit eines unkoordinierten Rückzugs der Geldgeber.

Im Vorfeld der Krise war über Jahre hinweg ein De-regulierungswettbewerb zu beobachten. Insbesondere die angelsächsischen Länder verweigerten sich der Koordination und setzten darauf, mittels niedriger Regulierungsstandards Wettbewerbsvorteile zu erlangen. Bei den ersten Rettungsaktionen nach der Insolvenz von Lehman Brothers zeigten sich ebenfalls Anzeichen für einen Wettbewerb um die beste Ausgangsposition. So musste Großbritannien mit einem massiven Abfluss von Einlagen rechnen, nachdem die irische Regierung überraschend eine Garantie für das einheimische Bankgewerbe verkündet hatte. Auch andere EU-Staaten sahen sich wegen des irischen Vorpreschens gezwungen, die eigenen Garantiesummen zu erhöhen.³

1 Eine Schadensersatzklage gegen die Deutsche Bank illustriert das erhöhte Koordinationsproblem durch Verbriefung. Für einen von der Deutschen Bank mit ausgereichten Immobilienkrediten an Donald Trump über 640 Millionen US-Dollar ist die Verlängerung gescheitert. Trump schreibt dies der starken Streuung beim Weiterverkauf zu: Kredite für Wolkenkratzer-Projekt – Donald Trump verklagt Deutsche Bank. www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/donald-trump-verklagt-deutsche-bank;2083309.

2 Gläubigerpools sind traditionell das Instrument, um Koordinationsversagen und einen Ansturm von Gläubigern zu vermeiden, vgl. Brunner, A., Krahen, J. P.: Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring. *Review of Economic Studies*, vol. 75(2), 2008, 415–442.

3 Vgl. dazu auch Zimmermann, K. F.: Coordinating International Responses to the Crisis. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 42/2008, Dokumentation.

11 Morris und Shin haben den unkoordinierten Abzug ausländischer Investoren als Ursache für die Asien-Finanzkrise 1997 identifiziert. Morris, S., Shin, H.: Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks. *American Economic Review*, 88(3), 1998, 587–597.

12 Hubert, F., Schäfer, D.: Coordination Failure with Multiple Lending. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158(2), 2002, 256 ff.

Die Minimierung von Koordinationsversagen auf einzelwirtschaftlicher Ebene erfordert eine Reduktion der Komplexität der Verbriefungstechnologie und die Bestrafung von Fristeninkongruenz. Ersteres kann über einen vertikalen Selbstbehalt auf jeder Stufe sichergestellt werden, letzteres durch eine Eigenkapitalunterlegung in Abhängigkeit vom Ausmaß des Auseinanderklaffens von Anlage- und Finanzierungshorizont. Der vertikale Selbstbehalt erleichtert die Identifikation der Ausgangsschuldner und begrenzt – ähnlich wie ein Mindestreservesatz – Stufenanzahl und jeweils verfügbare Verbriefungssumme. Beispielsweise ermöglicht ein Selbstbehalt beim Erstkreditgeber von 20 Prozent und jeweils 40 Prozent bei nachgelagerten Käufern höchstens zwei Stufen. Das in der letzten Stufe verfügbare Verbriefungsvolumen schrumpft auf 40 Prozent der Ausgangskreditsumme.¹³

Die Konsequenz aus dem Koordinationsversagen auf Staatenebene muss die Einrichtung eines Gremiums für die Etablierung von länderübergreifend bindenden Mindestregulierungsstandards sein. Ebenso gehört eine Institution, die in der Lage ist, eine internationale Abstimmung der Maßnahmen im Krisenfall herbeizuführen, zu den fundamentalen Bestandteilen einer neuen Architektur. Während die Festlegung von Mindeststandards eine quasi-natürliche Aufgabe des Financial Stability Forums ist,¹⁴ könnte letzteres dem IWF zu neuer Bedeutung und Autorität verhelfen.

Nationale Aufsichten sind mit dem Typ des grenzüberschreitend tätigen Finanzkonglomerats überfordert. Aktivitäten außerhalb der Bilanz sowie länder- und sektorenübergreifende Regulierungsarbitragen können nur entdeckt und geahndet werden, wenn ein einheitliches Vorgehen sichergestellt ist. In Europa sind die Aufsichtsorgane indes zersplittert und machtlos.¹⁵ Das Koordinationsversagen auf der Aufsichtsebene erfordert ebenfalls ein länderübergreifendes Mandat. Dies kann nur über die Einrichtung einer europäischen Finanzmarktaufsicht hergestellt werden.

13 Um Verbriefungen und deren Wirkung in Zukunft besser erforschen zu können ist eine Verbesserung der Datenbasis über Verbriefungen dringend notwendig. Vgl. Erber, G.: Verbriefungen: Eine Finanzinnovation und ihre fatalen Folgen. Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 43/2008.

14 Vgl. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. www.fsforum.org/publications/r_0804.pdf.

15 Sachverständigenrat 2008, Jahresgutachten 2008/09: Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken. Auf europäischer Ebene arbeiten CESR, Ausschuss europäischer Wertpapierregulierungsbehörden, CEBS, Ausschuss europäischer Bankaufsichtsbehörden und CEIOPS, Ausschuss europäischer Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen unverbunden nebeneinander.

TOP 2: Subsidiarität forcieren

Gegen eine europäische Finanzmarktaufsicht wird häufig eingewandt, eine solche Struktur könne den nationalen Besonderheiten in den einzelnen Finanzsektoren nicht gerecht werden. Die Europäische Zentralbank und die angeschlossenen nationalen Zentralbanken beweisen jedoch, dass eine subsidiäre Arbeitsteilung unter einem gemeinsamen Dach funktionsfähig ist. Die Überwachung der Regionalbanken kann an nationale Organe delegiert werden, während die übergeordnete europäische Aufsicht für supranational tätige Finanzmarktakteure sowie die Überwachung der nationalen Aufsichten zuständig ist. Von der Institutionalisierung einer zweistufigen Allfinanzaufsicht ist ein sehr viel stärkerer Druck in Richtung Harmonisierung von Regulierung und Überwachung in Europa zu erwarten als von dem gegenwärtig laufenden Lamfalussy-Prozess.¹⁶

TOP 3: Die richtigen Anreize setzen

Die eigentlichen Wurzeln der Krise sind in der mangelnden Kontrolle der im Finanzsektor allgegenwärtigen „moralischen Versuchung“ (Moral Hazard) zu suchen. Sofort fällige Gebühren, das Weiterreichen der Kreditausfallrisiken und die Undurchschaubarkeit der strukturierten Produkte haben einen starken Anreiz erzeugt, die Kreditvergabestandards stark abzusenken, auf Kosten der Investoren am Ende der Verbriefungskette. Die Beteiligung der Erzeuger an den Ausfallrisiken mittels Selbstbehalt am Einzelkredit würde dazu beitragen, diese Art von Anreiz zu unterbinden.

Vermeintlich billiges Fremdkapital hat Banken zur Anwendung extremer Hebel verleitet. Risikoliebe beim Investitionsverhalten und eine starke Gefährdung des Eigenkapitals waren die Folge. Viel Fremdkapital zehrt das Eigenkapital sehr schnell auf, wenn die Investitionsrendite geringer ist als der Zinssatz. Die Einrichtung eines Fonds, der Bankmanagern gewährte Leistungsboni aus profitablen Jahren mit -mali aus unprofitablen Phasen verrechnet und die Nettoboni frühestens nach drei bis fünf Jahren auszahlt, dämmt den Verschuldungsanreiz vermutlich wirksam ein. Mehr Transparenz und eine bessere Corporate Governance wären zudem gewährleistet, wenn die Aufsicht Kenntnis über die Bonussysteme für Bankmanager erhielte und die Aktionärsversammlung die Gesamtvergütung genehmigen müsste.

16 www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_cebs_lamfalussy.php.

Das Urteil der Rating-Agenturen ist essentiell für das Funktionieren der Verbriefungstechnologie. Die Agenturen haben die Werthaltigkeit strukturierter Portfolios systematisch überschätzt. Dafür ist neben unzureichenden Bewertungsmodellen auch das Vergütungssystem verantwortlich. Die Bezahlung von Beratung und Ratings durch den Erzeuger der Portfolios generiert Kollusionsanreize.¹⁷ Bekannt ist, dass manche Agenturen ihre Bewertung so lange angepasst haben, bis die Tranchen nach Note und Volumen den Wünschen des Auftraggebers entsprachen.¹⁸

Mittels Teilanbindung der Vergütung an die Genauigkeit der Prognose, Registrierpflicht und Pflicht zur Offenlegung von Prognosen kann der Kollusionsanreiz zwar abgemildert werden. Der starke Verlust an Glaubwürdigkeit lässt jedoch Zweifel daran aufkommen, ob das alleinige Ansetzen an den bestehenden, privatwirtschaftlichen Strukturen ausreicht, das verlorene Vertrauen in die Ratingprognosen rasch wiederzugewinnen.

TOP 4: Glaubwürdigkeit des Staates bei Kreditbewertung nutzen

Den zur schnellen Systemstabilisierung notwendigen Glaubwürdigkeitsvorrat besitzen zurzeit nur staatliche Organe. Mit der Etablierung einer nicht profitorientierten öffentlichen Rating-Agentur auf europäischer Ebene könnte dieser Vorrat für eine mehrjährige Übergangszeit genutzt werden. Die Erzeuger strukturierter, in Europa vertriebener Produkte sollten gezwungen werden, für eines von zwei notwendigen Ratings die öffentliche Agentur zu kontrahieren.¹⁹ Mehr Wettbewerb um das beste Ratingurteil wäre die Folge. Die Grundlagen für den Aufbau einer staatlichen Agentur sind innerhalb der Euro-Zone vorhanden. Unter dem Dach der EZB unterhalten die nationalen Zentralbanken bereits jetzt entsprechende Bewertungsabteilungen.

17 Tirole, J.: Collusion and the Theory of Organizations. In: Laffont, J.-J. (Hrsg.): Advances in Economic Theory: Proceedings of the Sixth World Congress of the Econometric Society. Vol.2, Cambridge 1992, 151–20.

18 Vgl. dazu auch United States Security and Exchange Commission: Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies. www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf.

19 Bei der US-Börsenaufsicht SEC sind nur Standard & Poor's, Moody's und Fitch zugelassen. Die drei Agenturen besitzen ein Quasi-Monopol bei CDOs.

TOP 5: Staat nicht überfordern

Die Erkenntnis, dass bei gravierender systemischer Unsicherheit nur die Volkswirtschaften als Ganzes die notwendige breite Absicherung garantieren können, birgt die Gefahr des „Überschießens“ bei der Neudefinition der Rolle des Staates im Finanzsektor. Deutschland ist ein gutes Beispiel dafür, dass der Staat als Eigentümer von Finanzorganisationen mit massiven Governance-Problemen konfrontiert sein kann. Das zeigt die Geschäftspolitik vieler Landesbanken. Das dort vorherrschende, von politischer Seite mitgetragene, oft sogar mitinitiierte Geschäftsmodell einer vorwiegend international tätigen Großhandelsbank hat sich als wenig nachhaltig erwiesen.²⁰ Die Rolle des Staates als Regulierungsinstanz und Kontrolleur zu stärken, ist angemessen. Nicht angemessen ist dagegen, dem Staat im Zuge der Umgestaltung zusätzliche operative Verantwortung im unmittelbaren Bankgeschäft aufzubürden.

TOP 6: Missbrauch der staatlichen Verantwortung verhindern

Die amerikanischen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac waren gewinnorientierte private Finanzdienstleister mit einer impliziten Staatsgarantie. Eine solche Konstruktion vernichtet nicht nur den Anreiz zur Sorgfalt bei der Auswahl von Investitionsprojekten und Vertragspartnern, auch eine private Versicherung der Ausfallrisiken ist vor dem Hintergrund der impliziten (und damit kostenlosen) Staatsgarantie nicht rational. Es besteht vielmehr ein großer Anreiz, hochriskante Geschäftsmodelle zu betreiben. Diese Risikoliebe wird auf den Refinanzierungsmärkten nicht durch angemessene Risikoaufschläge bestraft. Folglich ist davon auszugehen, dass es auch zu einem „Crowding Out“ von risiko-adäquaten privaten Geschäftsmodellen durch hochriskante, aber staatlich abgesicherte, gekommen ist. Will man „Charity Hazard“ im Finanzsektor ausschließen,²¹ darf es künftig keine privaten Finanzdienstleister mit Staatsgarantien mehr geben.

20 Schrooten, M.: Landesbanken im Wanken. Wirtschaftsdienst 11/2008, 746–748.

21 Der Begriff „Charity Hazard“ wird üblicherweise im Zusammenhang mit impliziten staatlichen Hilfs Garantien für Flutopfer verwandt. Er beschreibt deren Unwilligkeit ihren gefährdeten Uferstandort privat zu versichern.

TOP 7: Nachverhandlungsanfälligkeit berücksichtigen

Mit Verträgen, die nicht nachverhandlungsresistent sind, kann das Vertragsziel nicht erreicht werden.²² Die Entfernung von Risiken aus der Bankbilanz mittels Auslagerung auf rechtlich selbständige Zweckgesellschaften oder auf Hedgefonds ist als Vertrag ohne Nachverhandlungsresistenz aufzufassen. Treten nämlich die Ausfallrisiken tatsächlich ein, wie in der jetzigen Krise geschehen, sind die Mutterhäuser regelmäßig gezwungen, die vermeintlich weitergereichten Risiken wieder in die eigene Bilanz zu übernehmen. Ähnliche Unsicherheiten in Bezug auf die Entfernung von Risiken sind auch mit Ausfallversicherungen verbunden, insbesondere wenn die Unabhängigkeit der Erzeuger des Kreditportfolios von den Rating-Agenturen zweifelhaft ist. Treten Schadensfälle in einer Häufigkeit weit über dem zu erwartenden Wert auf, ist eine reibungslose Schadensregelung seitens des Anbieters wenig wahrscheinlich. Wegen der latenten Rückkehr der Risiken in die Bankbilanzen, sollte die Aufsicht in Zukunft die Risiken so behandeln, als wären sie nie ausgelagert worden. Das setzt Registrierung und Genehmigung von Zweckgesellschaften durch die Aufsicht ebenso voraus wie die Kenntnis der Maßnahmen zur Portfolioabsicherung.

TOP 8: „Breitbandregulierung“ nicht sinnvoll

Trotz der Vielfältigkeit der Problemlagen im Finanzsektor muss Tendenzen zu einer zu groben Regulierung widerstanden werden. Internationale Finanzkonglomerate brauchen andere Rahmenbedingungen als regional tätige Mittelstandsbanken. Staatliche Förderbanken müssen anders beaufsichtigt werden als private Geschäftsbanken. Besonders notwendig ist eine hinreichend spezifische Regulierung für Hedgefonds und Private-Equity-Fonds. Die Probleme einer einheitlichen Regulierung der beiden Finanzintermediäre lassen sich am Beispiel der Eigenkapitalnormen illustrieren. Während Hedgefonds die Verschuldung auf der Fondsebene belassen müssen, wählen Private-Equity-Firmen bei ihren Übernahmen in der Regel eine Konstruktion, die es ermöglicht, den Fremdfinanzierungsanteil am Kaufpreis direkt auf das Unternehmen zu übertragen.²³ Eine Eigenkapitalnorm erzielt dann zwar bei Hedgefonds die gewünschte Einschränkung der Hebelfinanzierung, bei Private-Equity-Firmen führt sie jedoch möglicher-

22 Schäfer, D.: Hausbankbeziehung und optimale Finanzkontrakte. *Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge*, Band 190, 2003.

23 Schäfer, D., Fisher, A.: Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance. *DIW Berlin Politikberatung kompakt* 38, 2008.

weise zu einer unerwünschten Fixierung von Eigenkapitalnormen für Unternehmen außerhalb des Finanzsektors.

TOP 9: Eigenkapitalfinanzierung stärker gewichten

Die Krise hat in der Absenkung von Kreditvergabestandards und in der Aufhebung jeglicher Finanzierungsbeschränkungen ihren Ausgang genommen. Der allorts praktizierten starken Hebelfinanzierung ist die Dimension dieser Krise geschuldet. Nachhaltige Systemstabilisierung ist ohne die Rückkehr von privaten Wirtschaftssubjekten zu mehr Eigenkapitalfinanzierung, unabhängig davon, ob es sich um hoch verschuldete Haushalte, um Unternehmen oder um Finanzintermediäre handelt, nicht denkbar. Das erfordert auch, dass Finanzierungsbeschränkungen für Private, die auf mangelnde Bonität zurückzuführen sind, von Politik und Öffentlichkeit als systemschonend anerkannt und nicht als schädliche Kreditklemme interpretiert werden.

Fazit

Seit dem Sommer 2007 befinden sich die Akteure auf den Finanzmärkten in einem Zustand unkalkulierbarer Entscheidungsrisiken (Knight'sche Unsicherheit) und damit in einem ordnungspolitischen Dilemma. Der Grundsatz, schlechtes Wirtschaften führt zur Insolvenz, muss zurückstehen vor dem Prinzip, den Ausfall einer Bank unbedingt zu vermeiden. Wird diese Prioritätenverschiebung missachtet und, ordnungspolitisch durchaus korrekt, die Rettung einer systemrelevanten Bank verweigert wie im Fall der US-Investmentbank Lehman Brothers geschehen, sind die Folgen für die Systemstabilität meist verheerend. Zum Zwecke der nachhaltigen Wiedergewinnung der Systemstabilität muss in den nächsten Monaten eine Umgestaltung der Finanzmarktarchitektur auf den Weg gebracht werden. Dabei sind vielfältige Irrwege denkbar. Manche können vermieden werden, wenn bei der Umgestaltung die vorgestellten Prinzipien, angefangen vom Prinzip der Minimierung der Quellen für Koordinationsversagen, über eine Definition der Rolle des Staates bis hin zur stärkeren Gewichtung von Eigenkapitalfinanzierung beachtet werden.



DIW Wochenbericht
51-52/2008,
S. 809

„Die Landesbanken haben auf der internationalen Bühne nichts verloren“

Sieben Fragen an Dorothea Schäfer

Frau Dr. Schäfer, um die Finanzmarktkrise in den Griff zu bekommen, wurden in den USA und Europa Rettungspakete in dreistelliger Milliardenhöhe geschnürt. War das die richtige Maßnahme?

Ja, das war notwendig, um den Zusammenbruch des Systems zu verhindern. Es hat bisher auch verhindert, dass privates Geld von den Sparkonten abgezogen wurde. Allerdings konnten diese Maßnahmen nicht den Kreditverkehr zwischen den Banken wieder in Gang bringen. Das liegt sicherlich daran, dass zumindest in Deutschland noch immer nicht genügend Banken unter diesen Rettungsschirm gegangen sind.

Bislang sieht es so aus, als solle erst einmal der Steuerzahler die Kastanien aus dem Feuer holen. Setzt das nicht die falschen Signale im Sinne einer „Staatsgarantie“?

Es geht leider in dieser Situation nicht anders. Allerdings muss man sicherstellen, dass das nur eine zeitlich befristete Maßnahme ist und dass man in Zukunft keine Staatsgarantie mehr braucht.

Sie haben eine Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur entworfen. Was sind die wichtigsten Punkte?

Zentraler Punkt: Es muss in Zukunft eine bessere Koordination zwischen Kreditgebern geben. Ein Beispiel sind die sehr komplexen Verbriefungen. Hier ist oft gar nicht bekannt, wer die ursprünglichen Kreditnehmer sind. Diese komplexen Produkte müssen einfacher werden, damit sich die Kreditgeber in Zukunft eher koordinieren können, um beispielsweise einen notleidenden Kredit zu retten. Des Weiteren müssen die Hebelfinanzierungen eingeschränkt werden. Das kann zum einen über einen Zwang zu einer höheren Eigenkapitalquote passieren. Die Politik sollte aber auch dafür sorgen, dass die Entschuldung im privaten Sektor aktiv unterstützt und nicht behindert wird.

Inwieweit ist es überhaupt möglich, die internationale Finanzmarktkrise mit Maßnahmen auf nationaler Ebene in den Griff zu bekommen?

Die Finanzmarktkrise muss zunächst auf nationaler Ebene bekämpft werden, weil wir momentan noch nationale Regulierungs- und Bankaufsichtssysteme haben. In Deutschland brauchen wir definitiv höhere Eigenkapitalquoten. In dieser Hinsicht sind weltweit alle Länder in

Zugzwang, dennoch muss das erst einmal auf nationaler Ebene initiiert werden. Insgesamt ist dieser Punkt sehr wichtig, um die allgemeine Systemstabilität zu erhöhen.

Wie könnte der Interbankenmarkt wieder in Schwung gebracht werden?

Letztendlich müssen möglichst viele Banken unter den staatlichen Rettungsschirm gehen, damit das Ausfallrisiko durch eine staatliche Garantie aufgehoben wird. Doch weil das Bankensystem so stark vernetzt ist, nutzt es nichts, wenn nur einzelne Banken diese Garantie in Anspruch nehmen.

» **Komplexe Produkte müssen einfacher werden.** «

Wie weit sollte sich der Staat über seine Landesbanken auf den internationalen Finanzmarkt einlassen?

Die Landesbanken haben bisher ein Geschäftsmodell gefahren, das vor allem auf den internationalen Finanzmarkt ausgerichtet war. Das ist einfach nicht ihre Aufgabe. Hier sollte von politischer Seite Druck gemacht werden, damit die Landesbanken sich auf die Region, für die sie zuständig sind, konzentrieren und nicht internationale Strategien als Großhandelsbank verfolgen.

Sollte auch die Rolle der Rating-Agenturen neu definiert werden?

Die Rating-Agenturen haben in hohem Maße ihre Glaubwürdigkeit verloren, doch die Rating-Urteile sind auch in Zukunft wichtig für das Funktionieren des Finanzmarktes. Ich plädiere dafür, dass man für eine limitierte Zeit eine gemeinsame, von allen EU-Staaten getragene Rating-Agentur gründet und als zusätzlichen Wettbewerber ins Spiel bringt.

Das Gespräch führte
Erich Wittenberg.

Das vollständige Interview
zum Anhören finden Sie auf
www.diw.de

Schadensbegrenzung oder Kapriolen wie im Finanzsektor?

von Klaus F. Zimmermann

Aus:
Wirtschaftsdienst
12/2008,
S. 801-803

Der seit Sommer spürbare Rückgang der Weltkonjunktur bedroht inzwischen in vielen Ländern Beschäftigung und Wohlstand. Ausgegangen war der Rückgang von den USA, die bereits seit Jahresbeginn mit massiven Rezessionsängsten zu kämpfen hatten. Dazu kam eine sich seit Jahren hinziehende, aber nun eskalierende Krise in der Automobilindustrie, in der die Unternehmen mit falschen Kostenstrukturen und verfehlten Produktpolitiken am Markt vorbei agierten. Das massive Konjunkturprogramm der USA im Sommer 2008 war bereits nach zwei Quartalen verpufft. Seine überwiegend über Steuerschecks ausgegebenen Mittel flossen letztlich doch nur zu einem Teil in den Konsum. Das Programm hat den weiteren Konjunkturabschwung und die danach vom Schritt ins Galoppieren geratene Finanzkrise in den USA nicht verhindern können. Im Gegenteil hätte sich ohne die einsetzende Wirtschaftskrise die Auflösung der traditionellen Wallstreet kaum so vollzogen.

Die vermeintlich „schnelle“ Übertragung der Probleme von der finanzwirtschaftlichen auf die realwirtschaftliche Ebene ist also zunächst einmal das Ergebnis eines Wahrnehmungsproblems und einer Verwechslung von Ursache und Wirkung. Dazu trägt natürlich bei, dass sich Stimmungen und Erwartungen von Konsumenten und Investoren heute wegen der unmittelbaren internationalen Kommunikation direkt anpassen. Dazu gehört aber auch, dass durch die Kommunikation der Medien eine Dramatik inszeniert wird, indem Negativmeldungen überzeichnet und Positivmeldungen schlicht ignoriert werden. So gibt es keine schnelle Übertragung der Probleme auf den Arbeitsmarkt, auf die Konsumstimmung und auf die Steuereinnahmen. Dies wird in der öffentlichen Diskussion nicht genügend gewürdigt.

Aber Panik als Kollektivsport schafft sich bekanntlich seine Realität. So wird es zunehmend schwieriger, im „Eintopf der Krise“ die Ursachen auseinander zu halten und die Eskalation des Abschwungs zu begrenzen. Beunruhigend ist auch, dass Manager und Unternehmer die allgemeine wirtschaftliche Lage zunehmend kritischer ansehen als ihre eigene oder die ihrer Branche.

Welche möglichen Rückwirkungen ergeben sich nun aus der Finanzmarktkrise für Konjunktur und Arbeitsmarkt? Zur Analyse und Prognose würde man sich elaborierte Makromodelle wünschen, die zur

Beantwortung dieser Frage geeignet sind. Die Wahrheit ist aber, dass Finanzmärkte in allen Konjunkturmodellen nur unzureichend abgebildet sind. Das reicht, um schon in normalen Zeiten bezüglich Störungen im Finanzsektor ratlos zu sein. Dies gilt aber um so mehr, wenn der ganze Sektor zusammenzubrechen droht. Die Konsequenzen großer Systemänderungen sind allemal unprognostizierbar. Alle Aussagen bewegen sich deshalb in dieser Frage auf einem eher spekulativen Niveau.

Wohnungsmarkt und Börsen tragen in Deutschland gar nichts oder nur wenig direkt zur Abschwächung bei. Realwirtschaftlich kann die internationale Finanzkrise die deutsche Wirtschaft allerdings über eine Verstärkung der Abschwächung der Exporte erreichen, wodurch die globalen Weltmarkttendenzen verstärkt werden. Beispielsweise gab es in Großbritannien, Irland und Spanien Überhitzungen auf den Immobilienmärkten, und die Konjunktureinbrüche in diesen Ländern beeinflussen schlussendlich auch den gesamten Euroraum. Es ist allerdings noch zu früh, um einschätzen zu können, ob diese Faktoren den Abschwung wesentlich verstärken.

Finanzkrise – Auslöser und Bewältigung

Die Finanzkrise hat ihren Auslöser in einem dreifachen Staatsversagen in den USA: Eine jahrelange Niedrigzinspolitik der Notenbank, die sogar negative Realzinsen zuließ und so die Häuserspekulationsblase erst ermöglichte, die Verweigerung einer frühzeitigen Regulierung der Finanzmärkte und der Verzicht auf die Rettung von Lehman Brothers, einer systemisch wichtigen Bank. Der deutsche Staatssektor hat in dieser Krise weder durch seine tief verstrickten Staatsbanken noch durch eine besonders effektive Bankenaufsicht überzeugt. Managerschelte ist verständlich, aber sie führt nicht weiter, denn hier geht es um die systemischen Risiken einer gesamten Branche. Aber die derzeit auch international zu beobachtende neue Allherrlichkeit der Politik ist unangemessen. Die langfristige Rettung vom Staat zu erhoffen, hieße auf Sand zu bauen.

Die angemessene Reaktion auf die Finanzkrise ist eine international koordinierte Flutung der Geldversorgung, niedrige Zinsen, die Garantie der Interbankenkredite und der Spareinlagen, die Ablösung unfähiger Manager und die Bereitstellung von öffentlichem Eigenkapital durch temporäre Teilverstaatlichung (britisches Modell) oder durch die Her-

auslösung der Risikoaktiva in eine „Badbank“ (schwedisches Modell).¹ Es ist kontraproduktiv, die Banken dabei zum Kotau zu zwingen, wie dies das deutsche Rettungspaket vorsieht, da dies wegen der Stigma-Effekte die Erfolgchancen der Gesundung schmälert. Hilfe wird so erst im letzten Augenblick angenommen. Entscheidend ist, dass die Hilfsaktion schlussendlich marktmäßig vom Verursacher finanziert wird.

Der Kern der Finanzkrise liegt aber bei dem massiven Vertrauensverlust des Finanzsektors in sich selbst. Der Sektor und die Börsen werden erst dann zur Ruhe kommen, wenn die neue internationale Finanzarchitektur steht. Der Internationale Währungsfonds und die Zentralbanken sind potenzielle Akteure auch einer künftigen Krisenbewältigung und scheiden deshalb als Kontrollinstitute aus. Nationale und supranationale (auf regionaler Ebene), international kooperierende Kontrollinstitute müssen mit schärferen Kontrollrechten für den gesamten Bankensektor unter Einschluss von Banken, Hedgefonds und Ratingagenturen ausgestattet werden. Die Kontrolle und Zertifizierung von Finanzprodukten muss um die Kontrollmöglichkeit ganzer Geschäftsstrategien erweitert werden. Es müssen Honorierungsgrundsätze für das Management gelten, die sich am langfristigen Unternehmenserfolg orientieren und die die Verantwortung für unternehmerisches Handeln auch monetär erfassen.

Die Finanzkrise ist eine Krise des Finanzsektors mit der Notwendigkeit von strukturellen Reformen. Sie wird erst dann Teil einer allgemeinen Wirtschaftskrise, wenn der Bankensektor, die Zentralbanken und der massiv intervenierende Staat ihre Aufgaben nicht wahrgenommen haben. Dazu gehört, für niedrige Zinsen, Bankgarantien und Kreditbereitschaft zu sorgen. Sonst kommt es zur Kreditklemme für Haushalte und Unternehmen. Die Anzeichen für eine Kreditklemme sind aber bisher dürftig. Die Banken weisen sie von sich. Bei der europäischen Zentralbank akkumuliert dagegen die Bankenliquidität. Die Interbankenverschuldung ist noch nicht wieder in Fahrt gekommen. Langfristige oder umfangreiche Kredite, die Konsortien aus Banken erfordern, sind risikoreich und werden deshalb nur zögerlich angeboten. Tatsächlich berichten große Firmen von zunehmenden Restriktionen bei der Kreditvergabe, die die der kleinen und mittleren Unternehmen jetzt in ungewöhnlicher Weise überschreiten. Aber kann man den Banken,

¹ Auf diese Faktoren und die Notwendigkeit einer raschen internationalen Koordination hatte ich gemeinsam mit anderen Kollegen frühzeitig hingewiesen: Vgl. A. Alesina, R. Baldwin, T. Boeri, W. Buiter, F. Giavazzi, D. Gros, S. Micossi, G. Tabellini, C. Wyplosz, K. F. Zimmermann: Europas Bankenkrise: Ein Aufruf zum Handeln, DIW Wochenbericht, Jahrgang 75, Nr. 41, 2008, S. 640–641.

denen man jetzt einerseits vorwirft, Risiken bei ihren Produkten nicht bedacht zu haben, diese Vorsicht jetzt vorhalten? Und die gemessenen Engpässe bei allen Unternehmen liegen immer noch erheblich unter denen vor fünf Jahren. Dies ist kein Beleg für eine große Krise.

Unterstellt man einmal, dass Investoren und Konsumenten falschem Krisengerede nicht auf den Leim gehen, dann kann die Finanzkrise erst in die Wirtschaftskrise zurückschwappen, wenn es zu einer Kreditklemme kommt. Das wäre aber dann angesichts der umfangreichen gemeinsamen Anstrengungen von Staat und Zentralbank ein massives Zeichen des Misserfolges dieser Maßnahmen.

Für einen neuen Keynesianismus?

Noch nie ist ein Wirtschaftsabschwung durch antizyklische Maßnahmen gestoppt worden. Wohl aber sollte die Zinspolitik stimulierend und die Budgetpolitik antizyklisch sein, um die Entwicklung nicht unnötig zu verschärfen und die Bewältigung der Krise hinauszuzögern. Insoweit sind wir alle Keynesianer. Allerdings muss man sich der nur langfristigen Wirkung dieser Maßnahmen bewusst sein, die häufig noch nachwirken, wenn sich bereits der Folgeboom abschwächt. Die seit längerem einsetzende weltwirtschaftliche Abschwächung ist eine Nachfrageschwäche, die keynesianische Maßnahmen vertretbar macht. Finanz und Autokrisen sind aber Strukturkrisen und müssen auch als Strukturkrisen angepackt werden. Diejenigen, die fälschlicherweise alleine die Finanzkrise hinter der eskalierenden Wirtschaftskrise stecken sehen, behaupten auch, dies sei keynesianisch. Sie irren, oder sie agieren als Trittbrettfahrer der Finanzkrise.

Unter dem Eindruck der sich entwickelnden Arbeitsmarktrisiken haben viele Staaten Konjunkturprogramme aufgelegt. Es ist richtig, den mittelfristigen Ausgabenkurs konsequent und wachstumsorientiert fortzusetzen und dabei insbesondere an Ausgaben für Infrastruktur, Bildung, Forschung, Innovationen und Familie festzuhalten. Wo möglich, können langfristig geplante Projekte vorgezogen werden. Abschreibungs-erleichterungen begünstigen vorgezogene Investitionen und sind deshalb zu begrüßen. Konjunkturbedingte Steuerausfälle und steigende Ausgaben für Arbeitslosigkeit sowie die Sanierungsaufwendungen zur Beseitigung der Finanzmarktkrise dürfen nicht hereingespart werden. Die öffentlichen Haushalte müssen durchhängen können, wie es der Maastricht-Vertrag in Krisenzeiten vorsieht. Ein Eventualhaushalt zur Verkürzung der Entscheidungen in einer sich verstärkenden Krise ist bedenkenswert.

Eine europaweite temporäre Senkung der Mehrwertsteuer wäre vertretbar, wenn sie denn symbolisch als gemeinsamer europäischer Kraftakt verstanden würde. Sie zielte aber eher auf die öffentliche Stimmung, denn auf die direkten realwirtschaftlichen Effekte: Die Steuersenkung müsste von den Unternehmen in Form von Preissenkungen weiter gegeben werden und auch zu mehr Konsumbereitschaft bei den privaten Haushalten führen. Wegen des transitorischen Charakters dieser Maßnahmen würde wahrscheinlich ein Großteil der bei den Haushalten ankommenden realen Einkommenszuwächse gespart.

Haushalte und Unternehmen sehen sich aber bereits jetzt mit einer starken Abschwächung der Preissteigerungen konfrontiert. Die massive Verringerung der Energiepreise, die diese Entwicklung treibt, ist für sich genommen bereits ein erhebliches Konjunkturprogramm. Sie schafft der Wirtschaft Entlastung in einer Größenordnung von 25 bis 30 Mrd. Euro, also etwa 1,5 % des Bruttoinlandsprodukts. Dies kann als ein unmittelbarer Test auf die Einflusswirkungen möglicher staatlicher Maßnahmen angesehen werden. Bleibt dies wirkungslos, dann sind auch normale wirtschaftspolitische Programme ohne Einfluss.

Konjunkturprogramme haben unter den derzeitigen Rahmenbedingungen nur symbolischen Charakter: Sie sind entweder unnötig, wirken zu spät oder sie sind im Falle der konjunkturpolitischen Kernschmelze nicht umfangreich genug. Allgemeine Steuersenkungen sind weder geeignet, einen Konjunkturimpuls zu setzen – denn sie würden zu spät wirksam werden – noch sind sie nachhaltig für die Wirtschaftserwartungen, denn sie würden die Haushaltssanierung gefährden. Die bisher ergriffenen konjunkturpolitischen Maßnahmen der Bundesregierung sind wenig systematisch und tragen der hier vorgetragenen Wertung Rechnung, indem sie nur ein politisches Pflichtprogramm darstellen. Sie schützen vor dem Vorwurf, nichts unternommen zu haben.

Die Pläne des neuen US-Präsidenten zur Sanierung und zum Ausbau der Infrastruktur, der Schulen und der Krankenhäuser stellen dagegen eine langfristig angelegte Wachstumspolitik dar, die nicht auf einen kurzfristigen Impuls setzt. Die Obama-Pläne genügen den Anforderungen an eine Makropolitik mit Augenmaß, die sich zu einer langfristig nachhaltigen Haushaltspolitik bekennt, aber Sensibilität für die sozialen Risiken nicht vermissen lässt. Hier verbinden sich Rhetorik, mit Vision und makroökonomischen Zwängen.

Fazit

Die deutsche Bundesregierung verdient Respekt und Unterstützung für ihre Haltung, zunächst mehr Evidenz über die Stärke des wirtschaftlichen Einbruchs und die Wirkungen automatischer Stabilisatoren zu erhalten. Zwar sind die Erwartungen über die Absatzchancen in der Industrie schlecht, aber Dienstleistungen, Konsum, Beschäftigung und Steuereinnahmen entwickeln sich stabil. Neben der Inflation geht auch der Außenwert des Euro zurück und federt die Wirkung des Rückgangs der Weltkonjunktur für die deutsche Wirtschaft ab.

Setzt sich allerdings das negative Wirtschaftswachstum auch im vierten Quartal dieses Jahres kräftig fort, dann wäre dies tatsächlich bedenklich. Genaue Zahlen sind dafür allerdings erst Anfang Februar zu erhalten. Bis dahin sollte sich die Wirtschaftspolitik mit neuen Maßnahmen zurückhalten. Das schließt nicht aus, dass schon jetzt an einem Eventualhaushalt mit langfristigen Maßnahmen für Infrastruktur, Forschung, Bildung und Familie gearbeitet wird. Dies gibt die Option für schnelles Handeln, wenn sich die Krise erheblich verstärken würde. Es sollte aber auch festgeschrieben werden, wie die zu erwartenden Defizite nach der Bewältigung der Krise wieder hereingespart werden.



Verbriefungen: Eine Finanzinnovation und ihre fatalen Folgen

von Georg Eber

DIW Wochenbericht
43/2008,
S. 668–677

Die weltweite Finanzmarktkrise beruht zu einem wesentlichen Teil auf dem Handel mit Verbriefungen, deren Risiken aufgrund manipulierter Ratings erheblich unterschätzt wurden. Die Ursachen der Krise sind demnach weitgehend unstrittig; das Ausmaß der Krise lässt sich aber gegenwärtig kaum vorhersagen. Dies liegt unter anderem an der fatalen Datensituation. Obwohl seit der Asienkrise die Finanzmarktstatistiken verbessert wurden, bestehen noch immer erhebliche Lücken in der statistischen Erfassung gerade von grenzüberschreitenden Zahlungsströmen. Die Erfahrungen der aktuellen Finanzmarktkrise zeigen, dass die internationale Koordination der Finanzmarktinterventionen nicht nur auf eine Vereinheitlichung der Regulierung moderner Finanzmarktprodukte, kurzfristige Liquiditätsbereitstellung und Insolvenzabwehr zielen muss. Zur Risikoprävention gehört auch eine deutliche Verbesserung der Datenlage. In Deutschland wären dafür vor allem die Bundesbank und die Bundesaufsicht für Finanzdienstleistungen zuständig.

Die aktuelle Finanzkrise in den USA und Europa beruht im Wesentlichen auf dem raschen Zusammenbruch des zuvor weltweit rasant gewachsenen Verbriefungsmarktes.¹ Dies zog umfangreiche Stützungsmaßnahmen durch die Zentralbanken zum Jahreswechsel 2007/2008 nach sich. Verbriefungen (Kasten 1) stellen eine Finanzinnovation dar, die als sehr renditestarkes Finanzierungsinstrument Eigenkapitalrenditen von über 25 Prozent ermöglichten.² Es schien, als ließen sich mit Verbriefungen höhere als die sonst marktüblichen Renditen bei gleichzeitig niedrigen Risiken erzielen. Allerdings wurden die Risiken der Verbriefung mittels externer Bonitätsprüfung durch Rating-Agenturen

1 Vor dem großen Verbriefungsboom in den USA ab dem Jahr 1998 waren die beiden Investmentbanken Bear Stearns oder Lehmann Brothers stark an dessen Entwicklung beteiligt. Danach gehörten sie zu den bedeutendsten Emittenten beziehungsweise Arrangeuren im weltweiten Verbriefungsmarkt. Siehe hierzu Business Wire: Bear Stearns and Credit Lyonnais launch first European credit card securitization. 9. Dezember 1994; Registrierung einer Verbriefung aus dem Jahr 1997 für Hypothekendarlehen mit Bear Stearns als Arranger durch die SEC: Financial Asset Securitization Inc 30. Oktober 1997. Securities Exchange Commission, New York, www.secinfo.com/drV5e.81Zs.htm#1hm; und für Lehmann Brothers The Banker: Securitization House of the Year: Lehmann Brothers. 1. Oktober 2007.

2 Manager-Magazin: Deutsche Bank: Eigenkapitalrendite von 32 Prozent. Meldung vom 1. November 2006.

inkorrekt ausgewiesen (Tabelle 1).³ Dies deutet darauf hin, dass bei Verbriefungen eine Kontrolle durch die Aufsichtsbehörden zumindest teilweise umgangen werden konnte.

Kasten 1: Verbriefungen: Eine Definition

Verbriefungen (englisch: Securitizations) sind handelbare Wertpapiere, die auf Forderungen oder Eigentumsrechten basieren. Insbesondere bei Hypothekendarlehen oder Kreditverträgen entstehen Forderungen auf langfristige regelmäßige Zahlungen wie Hypothekentilgungen eines Darlehens. Diese können zum Barwert unmittelbar nach Vertragschluss eines Kreditvertrags sofort wieder in Form von Verbriefungen an Dritte veräußert werden.

Der Verkäufer (Originator, zum Beispiel eine Hypothekenbank) überträgt bei einer Verbriefung Vermögenspositionen (den erwarteten Zahlungsstrom der Tilgung eines Darlehens) an einen Käufer (zum Beispiel eine Zweckgesellschaft, Conduits beziehungsweise Special Purpose Vehicles, SPVs, deren Eigentümer große Geschäftsbanken sind).

Der Käufer refinanziert diesen Kauf durch die Emission von Wertpapieren auf dem Geldmarkt in Form der Asset Backed Commercial Papers (ABCPs). Dadurch werden Hypothekendarlehen mittels Verbriefungen über den Geldmarkt durch ABCPs refinanziert. Der Käufer muss daher nur die Differenz zwischen dem Kaufpreis der Verbriefung und den Erlösen aus dem Verkauf von ABCP selbst finan-

zieren. Dadurch entsteht ein hoher Leverage-Effekt (bestimmt durch das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital multipliziert mit der Zinsdifferenz von Hypothekenzins und Geldmarktzins).

Zweckgesellschaften, meist 100-%-Tochterunternehmen einer Bank, können über Darlehen der Muttergesellschaft auch die noch verbleibende Finanzierungslücke jederzeit abdecken. Bilanztechnisch können die Geschäftstätigkeit einer Zweckgesellschaft und deren Risikoportfolio außerhalb der Bankbilanz der Muttergesellschaft gehalten werden. Mithin verfügt eine Zweckgesellschaft faktisch über kein Eigenkapital. Zur Abdeckung von Liquiditätsengpässen wird ihr von der Muttergesellschaft dafür eine sehr hohe Kreditlinie eingeräumt, wodurch sich die Eigenkapitalrenditen der Zweckgesellschaften stark erhöhen.

Die Kreditlinien der Zweckgesellschaften sind bei den Muttergesellschaften jedoch nicht in deren Bilanz als Risikoposition enthalten (off-balance-sheet-Operationen). Demzufolge kann die Bankenaufsicht die Zweckgesellschaften in der Regel nicht ausreichend kontrollieren, zumal diese oft im Ausland wie beispielsweise Irland registriert sind.¹

¹ Dies gilt allerdings nicht für den Fall der Hypo Real Estate, bei der, folgt man aktuellen Pressemeldungen, im Rahmen einer Sonderprüfung durch die BaFin einschließlich der Depfa als deren Tochter in Irland bezüglich ihrer Finanzierungsrisiken bereits zu Beginn dieses Jahres bekannt war, dass es zu einer Liquiditätskrise und zu hohen Verlusten aus riskanten Geschäften kommen könnte. Financial Times Deutschland: Aufsicht schon früh über Depfa-Risiken informiert. Meldung vom 16. Oktober 2008, 19.

³ Kalomiris, C. W., Mason, J. R.: Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage. In: Journal of Financial Services Research, 26, Heft 1, 5–27, 2004.

Tabelle 1

Vierteljährliche Änderungen des Kreditratings nach Ländern und Rating-Agenturen¹
Upgrades | downgrades

	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal		
	2007				2008		2007	2008 ²
Fitch								
Frankreich	3 0	0 0	0 1	0 0	0 0	0 2	3 1	0 2
Deutschland	0 0	3 9	11 4	20 8	4 1	7 17	34 21	11 18
Italien	7 1	6 0	5 0	19 0	2 10	0 3	37 1	2 13
Niederlande	10 0	12 0	27 0	13 0	0 0	14 0	62 0	14 0
Spanien	2 0	7 0	0 0	22 2	0 0	0 13	31 2	0 13
Großbritannien	91 18	45 3	70 38	72 129	22 40	8 8	278 188	30 48
Multinational	3 0	5 0	11 1	17 0	8 10	4 116	36 1	12 126
Europa insgesamt	116 19	78 12	124 44	163 139	36 61	33 159	481 214	69 220
USA	654 221	637 643	335 2.053	132 3.099	335 4.901	165 5.763	1.758 6.016	500 10.664
Moody's Investors Services								
Frankreich	0 0	0 0	0 0	0 0	0 0	0 1	0 0	0 1
Deutschland	2 0	1 0	0 0	1 0	0 2	2 5	4 0	2 7
Italien	0 0	0 0	0 2	1 2	0 1	0 6	1 4	0 7
Niederlande	17 0	3 0	0 0	0 0	0 0	0 0	20 0	0 0
Spanien	0 0	0 0	0 0	0 0	1 0	0 5	0 0	1 5
Großbritannien	3 2	4 0	5 1	9 8	10 7	6 82	21 11	16 89
Multinational	79 36	54 42	33 73	70 84	11 247	59 556	236 235	70 803
Europa insgesamt	101 38	62 42	38 76	81 94	22 257	67 655	282 250	89 912
USA	447 158	279 380	562 1.619	315 7.498	111 4.751	223 16.563	1.603 9.655	334 21.314
Standard & Poor's								
Frankreich	2 0	0 0	0 0	1 0	1 2	0 6	3 0	1 8
Deutschland	17 0	5 2	3 3	9 0	1 7	5 12	34 5	6 19
Italien	4 0	6 5	3 1	7 0	10 0	1 7	20 6	11 7
Niederlande	12 0	4 0	0 0	1 0	0 0	6 0	17 0	6 0
Spanien	0 0	4 0	9 0	3 0	6 1	0 0	16 0	6 1
Großbritannien	22 12	11 5	17 4	27 1	6 52	32 107	77 22	38 159
Multinational	69 53	51 60	60 69	35 144	26 450	21 525	215 326	47 975
Europa insgesamt	126 65	81 72	92 77	83 145	50 512	65 657	382 359	115 1.169
USA	418 194	414 372	407 1.230	292 4.741	216 8.883	106 4.903	1.531 6.537	322 13.786

¹ Die Bewertungen der drei Rating-Agenturen sind aufgrund unterschiedlicher bewerteter Portfolios und Methoden nicht vollständig miteinander vergleichbar.

² Nur 1. Halbjahr 2008.

Eine weitere Folge des Zusammenbruchs des Verbriefungsmarktes war die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers, die die weltweite Krise an den Finanzmärkten weiter verschärfte. Denn die drastische Verschlechterung der Refinanzierungskosten aufgrund gestiegener Risikoprämien am Interbankenmarkt machte wiederum noch massivere Liquiditätsspritzen der Zentralbanken in den USA und Europa erforderlich. Dies bewirkte für Verbriefungen ein erneut deutlich höheres Refinanzierungsrisiko.

Frühe Warnsignale

In den USA erreichten Verbriefungen um die Jahrtausendwende bereits ein jährliches Emissionsvolumen von rund 1,1 Billionen Euro, in Europa waren es im Jahr 2000 80 Milliarden Euro (Tabelle 2). Der Gipfel des Verbriefungsbooms war in den USA im Jahr 2003 erreicht, als die Emissionsvolumina 2,9 Billionen Euro umfassten. Erste Probleme im Verbriefungsmarkt traten in den USA bereits im Jahr 2006 auf,⁴ als sich die Ausfallrate bei Kreditderivaten verdoppelte.⁵

Tabelle 2

Europäische und US-amerikanische Emissionen von Verbriefungen¹

	USA ²		Europa	
	Milliarden Euro	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent	Milliarden Euro	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent
2000	1.088,0	–	78,2	–
2001	2.308,4	112,2	152,6	95,1
2002	2.592,7	12,3	157,7	3,3
2003	2.914,5	12,4	217,3	37,8
2004	1.956,6	–32,9	243,5	12,1
2005	2.650,6	35,5	327,0	34,3
2006	2.455,8	–7,3	481,0	47,1
2007	2.404,9	–2,1	453,7	–5,7
2008 ³	739,9	–	209,4	–

1 Basierend auf vierteljährlichen Erhebungen.

2 Umgerechnet mit den Wechselkursen am jeweiligen Quartalsende.

3 Nur 1. Halbjahr 2008.

Quellen: Bloomberg; JP Morgan; Merrill Lynch; Thomson Financial; SIFMA & Bond Market Association;

Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

4 Shiller, R. J.: The Subprime Solution – How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it. Princeton 2008, Kapitel 3, 48–55.

5 Vgl. hierzu beispielsweise die Pressemeldung in der Financial Times Deutschland: Hohe Fehlerquote im Kreditderivatemarkt. Meldung vom 31. Mai 2006.

Kasten 2: Ein Hypothekenfinanzierungsmodell

Ein besonders riskantes Modell der Hypothekenfinanzierung ...

Immobilienkäufe mit Fremdfinanzierungsquoten von mehr als 100 Prozent und variablen Zinssätzen (ARM – Adjustable Rate Mortgages) über relativ kurze Laufzeiten.¹ Durch die niedrigen Geldmarktzinsen der Fed von einem Prozent lag der Libor als relevanter Zinssatz bei variablen Hypothekenfinanzierungen von Oktober 2002 bis April 2005 unter zwei Prozent und führte zu äußerst niedrigen ARM-Hypothekenzinsen in den USA. In einigen Bundesstaaten wie beispielsweise Kalifornien werden mehr als 70 Prozent aller Hypothekendarlehen unterhalb der Klasse mit bester Bonität mittels ARMs finanziert.²

Derartige Verbriefungen wurden an langfristige Anleger wie beispielsweise Versicherungen oder Pensionskassen aufgrund etwas günstigerer Zinserträge als bei anderen Wertpapieren bei gleichen Bonitätsangaben am Wertpapiermarkt weltweit weiterverkauft.

... bei gleichzeitig unzureichender Prüfung:

- ▶ Mangelhafte Bonitätsprüfungen der Kreditnehmer bei Hypothekendarlehen insbesondere bei Subprime-Darlehen: Es wurde oftmals nicht geprüft, ob die Einkommen der Darlehensnehmer zu einer Darlehenstilgung bei Sicherung des normalen Lebensunterhalts ausreichen. Einkommensangaben wurden nicht kontrolliert sondern beruhten auf Selbsteinschätzungen ohne echten Einkommensnachweis.
- ▶ Fehlerhafte Ratings von Standard & Poor's, Moody's und Fitch bei Verbriefungen von Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) von Subprime Loans.

1 Die Anpassung der Zinssätze erfolgte dabei über Indizes, zum Beispiel dem Libor (London Interbank Rate), das heißt einem Geldmarktsatz für kurzfristige Geldmarktgeschäfte am Interbankenmarkt. Die direkte Kopplung an einen Geldmarktzinssatz hat derzeit dramatische Folgen für die Zinsanpassungen bei derartigen Hypothekendarlehen, da diese aufgrund der Liquiditätskrise am Interbankenmarkt unmittelbar wegen der gestiegenen Libor-Zinssätze auf den Hypothekenmarkt durchschlagen.

2 Siehe Fed: Dynamic Maps of Nonprime Mortgage Conditions in the United States. Federal Reserve Bank of New York, www.newyorkfed.org/mortgagemaps/.

Ursächlich für diese Entwicklung in den USA waren die deutlich verschlechterten Refinanzierungsmöglichkeiten am Geldmarkt, nachdem die US-Notenbank Federal Reserve Board (Fed) die Zinssätze schrittweise erhöht hatte. Im Februar 2006 kam es bereits in den USA zu einer bis zum offiziellen Ausbruch der Subprime-Krise inversen Zinsstruktur zwischen kurz- und langfristigen Krediten. Trotz der sich abzeichnenden Probleme ergriffen die staatlichen Aufsichtsbehörden⁶ keine Maßnahmen, um eine Insolvenzwelle im Hypothekenmarkt und die

6 Zu den staatlichen Aufsichtsbehörden in den USA gehören die US Securities and Exchange Commission (SEC) bei Verbriefungen und das Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), die Aufsichtsbehörde der Hypothekenfinanzierer Freddie Mac und Fannie Mae.

damit verbundenen Neubewertungen der betroffenen Verbriefungen einzudämmen. Es wurde weder versucht, die sich abzeichnende Krise am US-Hypothekenmarkt (Kasten 2) und deren Refinanzierung mittels Verbriefungen stärker zu kontrollieren, noch gab es Bemühungen, die Öffentlichkeit vor den erkennbaren Fehlentwicklungen zu warnen.

In Deutschland hatte die Finanzaufsicht bereits im Jahr 1997 auf einen Regulierungsbedarf bei Verbriefungen sowie den Off-Balance-Sheet-Aktivitäten von Zweckgesellschaften in Europa hingewiesen.⁷ Letztendlich hat dieses Bewusstsein um die Krisenanfälligkeit jedoch kaum zu regulatorischen Aktionen geführt. Stattdessen wurde von der jetzigen Bundesregierung angestrebt, Verbriefungen auch in Deutschland durch Anpassung des Rechtsrahmens an das angelsächsische Modell zu stärken.⁸ Dies sollte dem Finanzplatz Deutschland aus Sicht der Bundesregierung und der deutschen Banken im internationalen Wettbewerb mehr Attraktivität verleihen.

Ansteckungsgefahr

Mit Zunahme der Insolvenzen im Subprime-Markt bei Wohnimmobilien wurde die Ansteckungsgefahr für andere Finanzmärkte offensichtlich.⁹ Dies führte zu einem dramatischen Kurswechsel der Zinspolitik in den USA. Auch in Europa – insbesondere in Spanien und Großbritannien – hatten sich ähnliche Probleme am Immobilienmarkt herausgebildet und waren mittels Verbriefungen refinanziert worden. Massive Liquiditätsspritzen der Fed und der EZB mussten einen raschen Zusammenbruch des Verbriefungsmarktes sowie zunehmend des gesamten Interbankenmarktes verhindern. Dies lag nicht zuletzt daran, dass die Refinanzierung der Verbriefungsgeschäfte mittels Asset-Backed Commercial Papers (ABCPs) am Tagesgeldmarkt erfolgt. Trotz umfangreicher Stützungsmaßnahmen durch die Zentralbanken wurde zum Jahreswechsel 2007/2008 wiederum eine massive Liquiditätsbereitstellung notwendig. Gleichzeitig senkte die Fed erneut die Leitzinsen, um dem gesunkenen Vertrauen – insbesondere auch der institutionellen Anleger – in die Bonität zahlreicher Geldmarktpapiere

7 Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank: Asset-Backed Securities in Germany: The Sale and Securitisation of Loans by German Credit Institutions. In: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Juli 1997, 55–64.

8 Koalitionsvertrag der CDU/CSU und SPD – Gemeinsam für Deutschland. Mit Mut und Menschlichkeit. Berlin, 87; sowie Asmussen, J.: Verbriefungen aus Sicht des Bundesfinanzministeriums. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 26. September 2009, 1016–1018.

9 „Die schwelenden Anspannungen an den Finanzmärkten führten am 9. August 2007 zu erheblichen Turbulenzen. Bemüht, die Ordnung am Interbankenmarkt wiederherzustellen, sahen sich eine Reihe von Zentralbanken an diesem Tag zu außerordentlichen Maßnahmen gezwungen.“ Vgl. BIS: 78. Jahresbericht. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, Juni 2008, 3.

und der zunehmenden Gefahr einer Kreditklemme entgegenzuwirken. Ein vorübergehender Zusammenbruch war aber nicht mehr aufzuhalten.

Zu diesem Zeitpunkt sanken in den USA die Umsätze bei Verbriefungen von 2,4 Billionen Euro im Jahr 2007 auf knapp 740 Milliarden Euro in der ersten Jahreshälfte 2008. Allerdings ist es nach einem vorläufigen Tiefpunkt im ersten Quartal 2008 mit 285,5 Milliarden Euro erneut zu einem deutlichen Anstieg bei der Emission von Verbriefungen im zweiten Quartal 2008 auf rund 455 Milliarden Euro gekommen. In Dollar dürfte der erneute Anstieg aufgrund der Wechselkurseffekte bei der Umrechnung in Euro noch deutlicher ausgefallen sein (Tabelle 3).

Tabelle 3

Vierteljährliche Emissionen von Verbriefungen nach Ländern

In Milliarden Euro

	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal				
	2007				2008				Anteile in Prozent	
							2007	2008 ¹	2007	2008
Belgien		0,2	3,9		15,1		4,0	15,1	0,9	7,2
Dänemark	0,1	0,4					0,5	0,0	0,1	0,0
Frankreich	1,3	1,9		0,8	3,5		3,9	3,5	0,8	1,7
Deutschland	3,5	8,2	1,8	5,1	3,8	1,3	18,5	5,1	4,1	2,4
Griechenland		1,6	1,3	2,5	1,0	0,8	5,3	1,8	1,2	0,9
Irland	3,0	3,1	2,3	2,0	2,5	14,0	10,4	16,5	2,3	7,9
Italien	6,7	14,1	3,1	2,5	5,9	15,2	26,4	21,1	5,8	10,1
Kasachstan	0,1	0,4		0,5			1,0	0,0	0,2	0,0
Luxemburg			0,1				0,1	0,0	0,0	0,0
Niederlande	5,8	10,5	11,5	12,9	2,8	10,0	40,8	12,8	9,0	6,1
Portugal	2,8	2,5	2,6	2,9	2,0	2,6	10,8	4,6	2,4	2,2
Russland		1,0	0,1		0,5	0,4	1,1	0,9	0,2	0,4
Spanien	16,5	14,5	14,5	15,6	9,8	22,7	61,1	32,5	13,5	15,5
Schweiz	0,4	0,3					0,7	0,0	0,2	0,0
Großbritannien	62,5	62,1	30,2	17,8	8,8	73,8	172,6	82,6	38,0	39,5
Ukraine	0,1				0,1		0,1	0,1	0,0	0,0
Multinational	25,9	31,3	26,9	12,1	2,9	10,1	96,2	13,0	21,2	6,2
Europa insgesamt	128,7	152,0	98,3	74,7	40,0	169,4	453,7	209,4	100	100
USA²	747,5	811,5	481,6	364,3	285,2	454,7	2.404,9	739,9	–	–

¹ Nur 1. Halbjahr 2008.

² Umgerechnet mit den Wechselkursen am jeweiligen Quartalsende.

Quellen: Bloomberg; JP Morgan; Merrill Lynch; Thomson Reuters; SIFMA.

In Europa war der Einbruch fast ebenso dramatisch wie in den USA mit einem Rückgang der Verbriefungsumsätze von 453 Milliarden auf 209 Milliarden Euro im ersten Halbjahr 2008. Nach dem Einbruch zum Jahreswechsel 2007/2008 erfolgte auch in Europa eine Trendumkehr. Die Emissionsvolumina sanken auf 40 Milliarden Euro, stiegen aber im zweiten Quartal 2008 wieder auf rund 170 Milliarden Euro.

Verbriefungsbestände weiterhin hoch

Neben den Neuemissionen sollten auch die vorhandenen Bestände an Verbriefungen als Maßstab für das Ausmaß des bestehenden Krisenpotentials herangezogen werden.

Tabelle 4

Vierteljährliche Bestände an Verbriefungen nach Ländern

In Milliarden Euro

	3. Quartal 2007	4. Quartal 2007	1. Quartal 2008	2. Quartal 2008	Anteile in Prozent	
					4. Quartal 2007	2. Quartal 2008
Österreich	3,6	3,6	3,5	3,4	0,3	0,2
Belgien	7,3	7,1	6,9	22,0	0,5	1,5
Dänemark	6,8	6,1	7,7	7,6	0,5	0,5
Frankreich	28,9	27,5	24,9	27,9	2,1	2,0
Deutschland	74,1	69,6	70,1	69,9	5,4	4,9
Griechenland	9,9	9,5	9,2	9,9	0,7	0,7
Ungarn	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Irland	18,6	18,6	18,4	33,2	1,4	2,3
Italien	117,6	112,0	109,2	119,3	8,7	8,4
Niederlande	131,5	145,8	143,2	158,3	11,3	11,1
Portugal	29,1	27,1	26,1	27,3	2,1	1,9
Russland	3,3	2,8	4,6	4,9	0,2	0,3
Spanien	173,1	177,5	174,6	194,4	13,7	13,6
Schweden	0,8	0,9	0,9	0,9	0,1	0,1
Schweiz	0,4	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Türkei	3,1	3,1	3,1	3,1	0,2	0,2
Großbritannien	492,6	468,8	456,5	513,3	36,2	36,0
Multinational	223,0	213,3	214,1	231,1	16,5	16,2
Europa insgesamt	1.323,8	1.293,5	1.273,5	1.426,9	100	100
USA	6.712,0	6.618,0	6.267,9	6.622,2	–	–

Quellen: Bloomberg (US & Europe); Fannie Mae (US); Freddie Mac (US); Ginnie Mae (US); Thomson Reuters (US); SIFMA (US & Europe); Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

Lässt man die multinationalen Verbriefungen aufgrund ihrer unzureichenden Zuordnung zu einzelnen Ländern außer acht, umfasste der europäische Verbriefungsmarkt im dritten Quartal 2007 nur rund ein Fünftel desjenigen der USA (Tabelle 4). Dabei ist ein leichter Anstieg in Europa am Bestandsvolumen vom dritten Quartal 2007 mit 1,3 Billionen Euro auf 1,4 Billionen Euro im zweiten Quartal 2008 feststellbar. Die größten Verbriefungsbestände innerhalb Europas werden in Großbritannien mit zuletzt 513 Milliarden Euro beziehungsweise einem Anteil von 36 Prozent im zweiten Quartal 2008 gehalten. Dahinter liegen Spanien mit 194 Milliarden Euro beziehungsweise 13,7 Prozent gefolgt von den Niederlanden mit 158,3 Milliarden Euro beziehungsweise 11,1 Prozent. Deutschland hatte zuletzt ein Bestandsvolumen von knapp 70 Milliarden Euro und damit einen 4,9-prozentigen Anteil am europäischen Verbriefungsmarkt. Gemessen an der Größe Deutschlands gegenüber anderen europäischen Ländern liegt es damit deutlich unter den zu erwartenden Anteilsgrößen.

Allerdings liegen über die Verteilung der Verbriefungsbestände nach einzelnen Unternehmen und Ländern kaum statistische Daten vor. Das Anlegerrisiko nach Unternehmen und Ländern lässt sich demzufolge nicht abschätzen. Durch grenzüberschreitende Finanzmarktgeschäfte müsste hierzu ein internationaler Erfassungsrahmen geschaffen werden, der für mehr Transparenz sorgen könnte. Gleichfalls besteht dringender Handlungsbedarf bei der Finanzmarktaufsicht auch die Bilanzierungsregeln der Finanzinstitute zu ändern, um die Risiken von Zweckgesellschaften, die bisher nicht bilanzrelevant sind, eingehend zu erfassen.

Entwicklung der Verbriefungen nach Verbriefungsarten

Verbriefungen wurden für eine ganze Reihe unterschiedlicher werthaltiger Vermögenswerte vorgenommen. Um die Bedeutung insbesondere auch der Hypothekendarlehen beurteilen zu können, ist eine Unterteilung der verschiedenen Verbriefungen entsprechend ihrer dabei verwendeten Vermögenswerte hilfreich.

...in den USA

In den USA verschob sich seit Ausbruch der Subprime-Krise insbesondere die Relation bei den Neuemissionen zwischen den mit Staatshaftung garantierten Mortgage Backed Securities (MBS) von zuvor 34,8 Prozent im zweiten Quartal 2007 innerhalb eines Jahres auf 80,4 Prozent im gleichen Quartal des Jahres 2008. Parallel dazu sanken die Anteile der MBS ohne Staatshaftung von zuvor 22,6 auf

3,7 Prozent (Tabelle 5). Bei den Bestandsgrößen ist eine derart deutliche Anteilsverschiebung zwischen diesen beiden Arten nicht beobachtbar. Hier sanken die Bestandsvolumina weitgehend parallel zueinander. Da die Asset Backed Securities (ABS) sogar etwas zulegten, vergrößerte sich deren Anteil bei den Verbriefungen in den USA um rund drei Prozentpunkte seit Jahresbeginn 2007. Der Verbriefungsmarkt ist also keineswegs nachhaltig zusammengebrochen.

Tabelle 5

Vierteljährliche Verbriefungen nach Art der Kreditsicherheiten in den USA

	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal
	2007				2008	
Neuemissionen in Milliarden Euro						
ABS ¹	245,9	243,9	100,7	76,4	37,6	66,0
CDO ²	94,8	102,4	37,6	17,7	4,6	6,2
Agency MBS ³	237,5	282,4	240,7	223,9	236,0	365,8
Non-Agency CMBS ⁴	43,6	67,7	37,0	19,8	3,0	6,6
Non-Agency RMBS ⁵	125,7	115,1	65,6	26,5	4,0	10,1
Insgesamt	747,5	811,5	481,6	364,3	285,2	454,7
Anteile in Prozent						
ABS ¹	32,9	30,1	20,9	21,0	13,2	14,5
CDO ²	12,7	12,6	7,8	4,9	1,6	1,4
Agency MBS ³	31,8	34,8	50,0	61,5	82,7	80,4
Non-Agency CMBS ⁴	5,8	8,3	7,7	5,4	1,1	1,5
Non-Agency RMBS ⁵	16,8	14,2	13,6	7,3	1,4	2,2
Bestände an Verbriefungen in Milliarden Euro						
ABS ¹	1.678,7	1.792,8	1.737,1	1.679,7	1.570,8	1.827,4
Agency MBS ³	4.010,0	4.109,9	4.001,4	4.001,3	3.847,4	3.835,3
Non-Agency MBS ^{4,5}	976,5	981,6	944,4	897,4	837,2	841,3
Insgesamt	6.665,2	6.884,3	6.682,9	6.578,4	6.255,4	6.503,9
Anteile in Prozent						
ABS ¹	25,2	26,0	26,0	25,5	25,1	28,1
Agency MBS ³	60,2	59,7	59,9	60,8	61,5	59,0
Non-Agency MBS ^{4,5}	14,7	14,3	14,1	13,6	13,4	12,9

1 Asset Backed Securities.

2 Collateralized Debt Obligations.

3 Mit Staatshaftung versehene Mortgage Backed Securities.

4 Commercial Mortgage Backed Securities.

5 Residential Mortgage Backed Securities.

... und in Europa

Tabelle 6

Vierteljährliche Verbriefungen nach Art der Kreditsicherheiten in Europa

	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	2. Quartal
	2007				2008	
Neuemissionen in Milliarden Euro						
ABS ¹	9,8	21,1	14,1	12,8	10,1	12,7
CDO ²	25,9	28,1	25,0	9,7	2,0	10,0
CMBS ³	11,9	25,0	6,0	4,7	0,7	0,7
RMBS ⁴	81,1	77,8	53,2	47,5	27,2	146,0
Insgesamt	128,7	152,0	98,3	74,7	40,0	169,4
Anteile in Prozent						
ABS ¹	7,6	13,9	14,3	17,1	25,3	7,5
CDO ²	20,1	18,5	25,4	13,0	5,0	5,9
CMBS ³	9,2	16,5	6,1	6,3	1,8	0,4
RMBS ⁴	63,0	51,2	54,2	63,6	68,0	86,2
Bestände an Verbriefungen in Milliarden Euro						
ABS ¹	–	–	178,2	172,9	177,9	183,8
CDO ²	–	–	273,2	255,4	254,2	272,6
CMBS ³	–	–	146,8	143,8	141,5	141,5
RMBS ⁴	–	–	685,2	682,1	660,1	789,2
WBS ⁵	–	–	40,4	39,3	39,8	39,8
Insgesamt	–	–	1.323,8	1.293,5	1.273,5	1.426,9
Anteile in Prozent						
ABS ¹	–	–	13,5	13,4	14,0	12,9
CDO ²	–	–	20,6	19,7	20,0	19,1
CMBS ³	–	–	11,1	11,1	11,1	9,9
RMBS ⁴	–	–	51,8	52,7	51,8	55,3
WBS ⁵	–	–	3,1	3,0	3,1	2,8

1 Asset Backed Securities.

4 Residential Mortgage Backed Securities.

2 Collateralized Debt Obligations.

5 Whole Business Backed Securities.

3 Commercial Mortgage Backed Securities.

Quellen: Bloomberg; JP Morgan; Merrill Lynch; Thomson Financial; SIFMA & Bond Market Association; Berechnungen des DIW Berlin.

DIW Berlin 2008

In Europa liegt eine Unterscheidung der MBS, beziehungsweise Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) und Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) hinsichtlich ihrer Staatshaftungsgarantie leider nicht vor. Entsprechend der Krise zum Jahreswechsel 2007/2008 fand ein vorübergehender deutlicher Rückgang statt, der aber bereits im zweiten Quartal 2008 mit einem sprunghaften Anstieg bei den Neuemissionen mehr als kompensiert wurde (Tabelle 6). Da die Erfas-

sung der Bestandsgrößen erst seit dem Ausbruch der Subprime-Krise ab dem dritten Quartal 2007 vorliegen, zeigt sich ebenfalls für diesen Zeitraum ein kurzfristiger Einbruch. Dieser wurde allerdings bereits im zweiten Quartal 2008 wieder ausgeglichen beziehungsweise sogar überkompensiert.

Aufgrund der ausstehenden Zahlen für das dritte Quartal 2008 lässt sich die weitere Entwicklung des Verbriefungsmarktes nach dem erneuten schweren Ausbruch der Finanzmarktkrise in den USA und deren Übergreifen nach Europa nur unzureichend abschätzen.

Pfandbriefe sind in Deutschland als Finanzierungsform wichtiger

Während Verbriefungen in Deutschland bei weitem nicht die Bedeutung wie in anderen Ländern zukommen, spielen Pfandbriefe als ein Substitut zu Verbriefungen hier seit langem eine stärkere Rolle (Tabelle 7). Auch diese sind von einer Immobilienpreisdeflation in zahlreichen Ländern in ähnlicher Weise betroffen wie die Verbriefungen. Allerdings liegen den Hypothekendarlehen auf Basis von Pfandbriefen in der Regel solidere Finanzierungsmodelle (deutlich niedrigere Darlehenquoten zum Wert der Immobilie von maximal 60 Prozent, längere Laufzeiten der Darlehen mit festen Zinssätzen) zugrunde. Hinzu kommt, dass es in Deutschland keine Immobilienpreisinflation wie in anderen Ländern gegeben hat, die zu den gefürchteten Insolvenzen wie in den USA führen kann.

Wie aus den von der European Mortgage Federation (EMF) und dem European Covered Bond Council (ECBC) veröffentlichten Daten ersichtlich ist, nimmt Deutschland mit knapp 890 Milliarden Euro im Pfandbriefmarkt eine internationale Spitzenstellung ein. Insbesondere bei Finanzierungen im öffentlichen Sektor mit knapp 678 Milliarden Euro dient der Pfandbrief als wichtiges Finanzierungsinstrument. In den USA oder Kanada spielt diese Finanzierungsform hingegen insgesamt kaum eine Rolle. Mithin zeigen sich zwischen Verbriefungs- und Pfandbriefmarkt deutliche Unterschiede in den Traditionen der angelsächsischen und der kontinentaleuropäischen Länder.

Die derzeitige lang andauernde Liquiditätskrise am Geldmarkt hat auf beide Teilmärkte insbesondere bei der Hypothekenfinanzierung vergleichbar heftige Auswirkungen. Allerdings macht der hohe Anteil an öffentlichen Finanzierungen mittels Pfandbriefen in Deutschland auch deutlich, dass das Kreditausfallrisiko entsprechend der dort geltenden Staatshaftungsgarantie vergleichsweise gering ist.

Tabelle 7**Pfandbriefbestände nach Assetklassen und Ländern 2007****In Milliarden Euro am Jahresende**

	Hypotheken	Öffentlicher Sektor	Gemischte Assets	Schiffe	Insgesamt
Deutschland	206,5	677,7	0,0	4,4	888,6
Dänemark	335,8	0,0	0,0	8,7	344,6
Spanien	267,0	16,4	0,0	0,0	283,3
Frankreich	63,6	56,4	80,1	0,0	200,1
Schweden	92,3	0,0	0,0	0,0	92,3
Großbritannien	82,0	0,0	0,0	0,0	82,0
Irland	13,6	51,2	0,0	0,0	64,8
Luxemburg	0,2	33,7	0,0	0,0	33,9
Schweiz	29,0	0,0	0,0	0,0	29,0
Österreich ¹	4,1	15,2	0,0	0,0	19,3
Niederlande	15,7	0,0	0,0	0,0	15,7
Italien	0,0	8,1	0,0	0,0	8,1
Portugal	7,9	0,0	0,0	0,0	7,9
Tschechien	7,9	0,0	0,0	0,0	7,9
Norwegen	6,0	0,0	0,0	0,0	6,0
Ungarn	6,0	0,0	0,0	0,0	6,0
Finnland	4,5	0,0	0,0	0,0	4,5
Island ¹	0,8	0,0	0,0	0,0	0,8
Polen	0,7	0,0	0,0	0,0	0,7
Litauen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Europa insgesamt	1.143,4	858,7	80,1	13,1	2.095,3
USA	12,9	0,0	0,0	0,0	12,9
Kanada	2,0	0,0	0,0	0,0	2,0

¹ Schätzungen.

Quellen: EMF, ECBC.

DIW Berlin 2008

Spanien und Dänemark wären aufgrund ihrer hohen Anteile bei Hypotheken an Private im Pfandbriefmarkt deutlich größeren Risiken ausgesetzt. Die in der Öffentlichkeit immer wieder genannte Zahl von 900 Milliarden Euro der deutschen Pfandbriefbestände wird deshalb hinsichtlich des Ausfallrisikos bei Hypothekendarlehen oftmals als falsche Bezugsgröße in der Presse herangezogen.

Ausblick: Haftungsgarantien des Staates

Insgesamt zeigt sich im aktuellen Verlauf der weltweiten Finanzmarktkrise, dass im Bereich der Verbriefungen die Staaten immer stärker in die Haftungsübernahme bis hin zur Übernahme der Verluste aus den Verbriefungsgeschäften gedrängt werden. Der zuletzt durch den US-Kongress bewilligte 700 Milliarden US-Dollar Fond zum Aufkauf von Verbriefungen (toxic papers) durch das US-Finanzministerium zeigt, dass offenbar mit erheblichen Ausfällen zu rechnen ist, die das Finanzsystem aufgrund bestehender Insolvenzregeln und unzureichender Möglichkeiten der Rekapitalisierung der Finanzinstitute über den Kapitalmarkt nicht selbständig decken kann.

Damit kommen jedoch mittelfristig erhebliche Belastungen auf die öffentlichen Haushalte zu, die am Ende der Steuerzahler zu tragen haben wird. Der finanzielle Schaden, der durch die Finanzmarktkrise insbesondere auch durch die Schaffung der Verbriefungen als neuartiger Finanzinnovation entstanden ist, lässt sich derzeit nur sehr unvollkommen abschätzen.¹⁰

Die geringe Eigenkapitalquote der stark am Verbriefungsmarkt beteiligten Finanzinstitute von teilweise nur vier Prozent des ausstehenden Kreditvolumens reicht oftmals zur Deckung der anfallenden Verluste nicht aus. Infolge von Wertberichtigungen und steigender Refinanzierungskosten wegen des aktuellen drastischen Zinsanstiegs am Geldmarkt entsteht ein zunehmendes Bilanzungleichgewicht, das das Eigenkapital aufzehrt. Daher ist eine rasche Anhebung der Eigenkapitaldeckung für diese Finanzinstitute dringend erforderlich. Ohne zusätzliches Eigenkapital kann ein Finanzinstitut nur durch Senkung der Kreditvergabe die Eigenkapitalquote anheben. Dies wäre jedoch die befürchtete Kreditklemme, die die gesamte Wirtschaft in eine tiefe Rezession stürzte.

Da es jedoch an verlässlichen Daten über diese Risiken der jeweiligen Institute fehlt, zeigen sich deren Probleme meist erst, wenn diese kurz vor dem Zusammenbruch stehen und auf eine Rettung durch den Staat oder andere private Kapitalgeber hoffen müssen. Die Erfahrungen der aktuellen Finanzmarktkrise zeigen folglich, dass die internationale Koordination der Finanzmarktinterventionen nicht nur auf eine

10 Hatzius, J.: Beyond Leverage Losses: The Balance Sheet Effects of the Home Price Downturn. In: Brookings Papers on Economic Activity, Fall 2008, im Erscheinen; Blundell-Wignall, A.: The Subprime Crisis: Size, Deleveraging and Some Policy Options. In: Financial Market Trends, OECD, Paris, Mai 2008, 1–25.

Vereinheitlichung der Regulierung moderner Finanzmarktprodukte, kurzfristige Liquiditätsbereitstellung und Insolvenzabweendung zielen muss. Zur Risikoprävention gehört auch eine deutliche Verbesserung der Datenlage. In Deutschland wären dafür vor allem die Bundesbank und die Bundesaufsicht für Finanzdienstleistungen zuständig.



„Der Wettbewerb um schwache Regulierung hat uns geschadet“

Sechs Fragen an Georg Erber



DIW Wochenbericht
43/2008,
S. 669

Herr Dr. Erber, welche Rolle spielen die Verbriefungen in der Finanzmarktkrise? Bergen die Verbriefungen spezielle Risiken?

Die Verbriefung ist eine Technik des Risikostrukturausgleichs, indem man verschiedene Kreditformen mit Werthaltigkeit unterlegt. Wenn hier gravierende Fehlbewertungen auftreten, gelten die unterstellten Annahmen über die Risikostruktur nicht mehr und die garantierten Zinssätze sind nicht mehr aufrechtzuerhalten. Wenn sich herausstellt, dass die Inflation deutlich höher ist und damit die Rendite drastisch sinkt, fallen die Preise für diese Papiere. Es gibt dann Rückforderungen von denjenigen, die Garantieerklärungen der Emittenten einfordern, weil sie plötzlich ihre Gewinne schmelzen sehen.

Hätte man die Situation nicht vorhersehen können?

Natürlich, sie ist ja auch von vielen vorhergesehen worden. Aber in der allgemeinen Euphorie konnten sich die Kassandras kaum Gehör verschaffen. Am Ende ist das Geschrei groß, wenn für jeden erkennbar wird, dass dieses Risiko nicht nur theoretisch, sondern auch praktisch eingetreten ist.

Ist eine realistische Risikobewertung überhaupt möglich?

Das ist äußerst schwierig, weil man bei der Bewertung von Einzelfällen die Systemrisiken nicht berücksichtigen kann. Wenn man ein einzelnes Objekt bewertet, dann unterstellt man immer die Unabhängigkeit vom Risiko anderer Objekte. Man müsste mit Tests untersuchen, was passieren würde, wenn sich diese Risiken in eine Richtung gleichzeitig entwickeln. Da ist man sicher zu konservativ gewesen, weil man sich eine solche Situation, wie sie jetzt entstanden ist, gar nicht vorstellen konnte. Von daher ist man viel zu optimistisch gewesen.

Wie soll man jetzt reagieren? Halten Sie die Haftungsgarantien des Staates für das richtige Instrument, die Finanzmärkte zu stabilisieren?

Das ist nur eine kurzfristige Maßnahme, die versucht einer Panik vorzubeugen. Im Grunde geht es darum, nachhaltige Strukturreformen einzuführen, die mehr Transparenz herstellen und bestimmte Formen, die zwangsläufig Intransparenz herstellen, zu verbieten. Auch müsste auf eine stärkere Eigenkapitalunterlegung, zum Beispiel bei Bau-Hypotheken, gedrängt werden. Zudem müsste das System variabler Zinsen als Risikofaktor bei der Hypothekenfinanzierung ausgeschlos-

sen werden. Außerdem brauchen wir ein internationales System, das erkennbar macht, wer welche Papiere hält, sodass man überhaupt in der Lage ist, das Insolvenzrisiko einzelner Firmen zu erkennen.

» ***Wenn ich erst reagiere, wenn der Patient einen Infarkt erleidet, dann hat die Finanzaufsicht versagt.*** «

Hätte die Finanzaufsicht früher eingreifen müssen?

Wenn ich erst reagiere, wenn der Patient einen Infarkt erleidet, dann hat die Finanzaufsicht versagt. Der rechtzeitige Hinweis darauf, wie man sich verhalten muss, bevor der Infarkt eintritt, wäre die notwendige Strategie. Aber dazu müssten die entsprechenden Instrumente zur Verfügung stehen. Es braucht ein internationales Regelwerk, weil viele Finanzaktivitäten außerhalb der Landesgrenzen stattfinden. Wenn die Bankenaufsicht keine Zugangsmöglichkeiten hat, dann kann sie hier auch nicht Einsicht nehmen.

Oft hieß es, der Finanzplatz Deutschland müsse stärker an den internationalen Wettbewerb angepasst werden. Gilt das auch heute in Zeiten der Finanzkrise?

Die Vorstellung, man müsse sich dem internationalen Wettbewerb zwangsläufig anpassen, erweist sich jetzt als Hypothek. Wenn man sich dem schwach regulierten Modell der angelsächsischen Länder entgegengestellt hätte, dann wären einige Probleme in Deutschland weniger gravierend.

Das Gespräch führte
Erich Wittenberg.

Das vollständige Interview
zum Anhören finden Sie auf
www.diw.de

Kreditverbriefungen: Nicht alle Eier in einen Korb legen

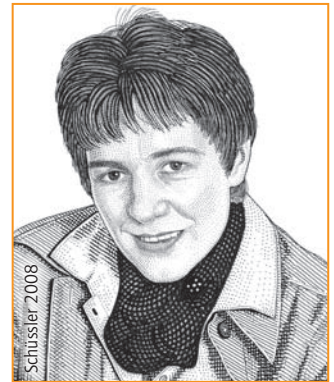
von Dorothea Schäfer

Die Verbriefung von Ramschkrediten in den USA und ihre weltweite Verteilung gelten als die Kernursache der Finanzmarktkrise. Entsprechend groß ist daher auch die Empörung über dieses Finanzierungsinstrument. Darüber sollte jedoch nicht vergessen werden, dass auch für Banken das Sprichwort „Leg nicht alle Eier in den gleichen Korb“ gilt. Man stelle sich eine Bank vor, die Kredite überwiegend an Landwirte vergibt. Deren Widerstandsfähigkeit ist gering, wenn die Ernte verhagelt oder die Agrarpreise sinken. Gibt die Bank aber einen Teil ihrer Kredite an stärker im Industrie- oder Dienstleistungssektor engagierte Institute ab und erwirbt dafür Teile von deren Kreditportfolios, nimmt die Abhängigkeit vom Agrarsektor ab.

Die Verbriefung baut hier „Klumpenrisiken“ ab und entfaltet so einen stabilisierenden Effekt. Der „Teufel“ steckt somit nicht originär in der Risiko verteilenden Wirkung der Verbriefung. Das Problem liegt vielmehr in eingebauten Fehlanreizen, denen die Regulierung bisher wenig Beachtung geschenkt hat.

Erzeuger und Verkäufer verbriefter Portfolios erzielen Gewinne meist in Form sofort fälliger Gebühren. Gleichzeitig werden sie das Ausfallrisiko durch den Kreditverkauf sofort los. Eine solche Konstellation macht die Suche nach immer mehr Kreditkunden (dem Rohstoff für gebührenträchtige Verbriefungen) gleichsam zu einer Gelddruckmaschine ohne Risiko, und verführt im Extrem zur Hereinnahme von Krediten mit einer Rückzahlungswahrscheinlichkeit von null.

Die Käufer ihrerseits hatten durch die Verbriefungskaskaden und die völlige Loslösung der erzeugten Wertpapiere von den zugrunde liegenden Einzelkrediten keinerlei Chance, die Rückzahlungswahrscheinlichkeit zu überprüfen. Sie mussten zwangsläufig einigen wenigen Rating-Agenturen vertrauen, die ihrerseits in einem Netz von Fehlanreizen gefangen waren. Diesem Szenario sind Bankkunden, Sparer und Staat freilich nicht schutzlos ausgeliefert. Es kann schnell durchbrochen werden, wenn man die Erzeuger von verbrieften Portfolios zwingt, einen spürbaren Teil jedes Einzelkredits zu behalten. Ausfälle treffen in diesem Fall nicht nur die anderen (die Käufer der Kreditportfolios) sondern auch die erzeugende Bank selbst. Der Anreiz, immer schlechtere Kredite als Rohmasse für Verbriefungen heranzuschaffen, kommt so vermutlich ohnehin zum Erliegen. Stellt man dann noch den Durch-



DIW Wochenbericht
43/2008,
S. 686,
Kommentar

griff auf den ursprünglichen Kreditnehmer sicher und sorgt für zuverlässigere Ratings, ist man auf der sicheren Seite. Dann kann die Verbriefung seine eigentlich positive Wirkung wieder entfalten, nämlich Klumpenrisiken aus Bankportfolios zu entfernen und so zur Systemstabilität beizutragen.

Eine Stärke des deutschen Finanzsystems war bisher die enge Verbundenheit zwischen Hausbank und Mittelständler. Für die Hausbank wird der Anreiz, das Unternehmen gegen Liquiditätsengpässe abzusichern, naturgemäß geringer, wenn das Kreditausfallrisiko nicht mehr bei ihr liegt. Der Selbstbehalt reanimiert diese Absicherungsfunktion.

Die Zeichen sind untrüglich. Es wird mehr Staat im Finanzsektor geben. Das Beispiel der Verbriefung zeigt jedoch, dass eine Regulierung notwendig ist, die negative Anreize unter Kontrolle hält, ohne die positiven Aspekte von Finanzinnovationen von vornherein zu verhindern.

Finanzmarktkrise: Wie bedroht ist die deutsche Wirtschaft?

Sechs Fragen an Christian Dreger

Herr Dr. Dreger, die Finanzmarktkrise in den USA sorgt weltweit für Erschütterungen. Besteht die Gefahr, dass die Krise auf die gesamte Wirtschaft Deutschlands durchschlägt?

Die Gefahr besteht durchaus. Allerdings nur, wenn die Politik nicht eingreift. Aber die politischen Entscheidungsträger haben bereits Maßnahmen eingeleitet, um die Krise abzufedern.

Eine dieser Maßnahmen ist das milliardenschwere Finanzpaket für den angeschlagenen Münchener Immobilienfinanzierer Hypo Real Estate. Halten Sie das für die richtige Maßnahme?

Es kommt immer darauf an, im Einzelfall zu prüfen, ob eine Bank systemrelevant ist oder nicht. Durch die Vernetzung können Zusammenbrüche einzelner Banken auch Zusammenbrüche anderer Banken oder des Finanzsystems nach sich ziehen. Hier kam es darauf an, den Märkten zu signalisieren: Die Politik ist tatsächlich auch bereit einzugreifen, um die Krise abzuwenden.

Bei den Rettungsprogrammen für bedrohte Banken sind riesige Summen im Spiel. Wäre das viele Geld nicht woanders besser investiert, beispielsweise in wirtschaftsfördernde Maßnahmen?

Das sind im Moment natürlich keine tatsächlichen Zahlungen. Der Staat steht zunächst einmal Gewähr bei Fuß und kann notfalls einspringen, wenn diese Kredite platzen sollten. Es ist aber noch überhaupt nicht gesagt, inwieweit das tatsächlich der Fall sein wird.

Die Finanzkrise hat Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken. In welchem Maße wird das die Konjunktur beeinträchtigen?

Wir haben noch keine starken Überschwappeffekte der Finanzmarktkrise in den USA. Dort hat die Konjunktur natürlich gelitten, insbesondere weil der Immobilienpreisboom ein Ende hat. Investitionen und Konsum in den USA dürften sich nicht gut entwickeln. In Europa, vor allem in Deutschland, spielt die Kreditverknappung bisher keine große Rolle. Wenn der Staat hier einspringt, dann besteht zunächst nicht die Gefahr, dass es zu deutlichen Kreditverknappungen für die Realwirtschaft kommt. Ohnehin ist die deutsche Wirtschaft weniger kreditfinanziert als die der USA.



DIW Wochenbericht
41/2008,
S. 613

Der Finanzminister reagiert bereits auf die Finanzmarktkrise durch Bürgschaften für Kredite. Sind weitere Maßnahmen nötig?

Längerfristig muss man die Finanzaufsicht überdenken. Europa hat einen ordnungspolitischen Flickenteppich. Die Finanzmarktaufsicht ist national organisiert, die Banken hingegen zunehmend international. Das passt nicht zusammen und ist nicht effizient. Die Länder können unterschiedlich auf die gleiche Krise reagieren, und das stärkt nicht den europäischen Bankenplatz. Daher ist eine stärkere Harmonisierung der Finanzaufsicht in Europa erforderlich. Man muss allerdings auch aufpassen, dass der Wettbewerb und die zunehmende Marktintegration nicht behindert werden.

Europa hat einen ordnungspolitischen Flickenteppich.

Wie können die Notenbanken dazu beitragen, dass die Inflation nicht aus dem Ruder läuft?

Wir haben eine Beruhigung beim Anstieg der Lebensmittelpreise und eher zurückgehende Energiepreise. Deshalb haben wir für das nächste Jahr niedrigere Inflationsraten als im Moment zu erwarten. Allerdings muss speziell die US-Notenbank dazu beitragen, das von ihr geschaffene Inflationspotential abzubauen. Durch das Finanzpaket hat der Staat in den USA jetzt für eine gewisse Beruhigung der Finanzmärkte gesorgt. Das gibt der Geldpolitik speziell in den USA wieder Raum, die Inflationsbekämpfung anzugehen. Im Euroraum sind die Verhältnisse anders. Hier hat die EZB nicht in dem Maße wie die USA für die Überschwemmung der Märkte mit Liquidität gesorgt. Für den Euroraum sind ganz im Gegenteil sogar Zinssenkungen denkbar, die im nächsten Jahr dann auch kommen sollten.

Das Gespräch führte
Erich Wittenberg.

Das vollständige Interview
zum Anhören finden Sie auf
www.diw.de

Finanzmarktkrise: Staatsgarantien statt Verstaatlichung

von Christian Dreger

Die Entwicklung an den Finanzmärkten hält die Weltwirtschaft weiter in Atem. Nun ist auch Europa tief in den Strudel der Krise geraten. Eine Insolvenz systemrelevanter Institute könnte sich aufgrund der starken Verflechtungen der Banken rasch ausbreiten und auf die Realwirtschaft übergreifen. Wachstumseinbußen wären die Folge.

Um Schaden von der Realwirtschaft abzuwenden, kommt es jetzt darauf an, das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors wiederherzustellen. Das 700-Milliarden-Paket der USA setzt auf die staatliche Übernahme notleidender Kredite. Andernfalls wäre es wohl zu deutlichen Einschränkungen der Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen mit kaum absehbaren Folgekosten gekommen. Ein solcher Schritt kann die Finanzkrise entschärfen, beigelegt ist sie indes noch nicht. Davon zeugen auch die jüngsten Kursrückschläge an den Aktienmärkten. Die Korrektur der Immobilienpreise wird noch zu weiteren Kreditausfällen führen und das Vertrauen dürfte nur langsam in die Märkte zurückkehren. Gleichwohl hat die Wirtschaftspolitik den Akteuren signalisiert, dass sie energisch gegen eine Ausbreitung der Krise vorgehen wird. Dies ist ein wichtiger Unterschied etwa zur Weltwirtschaftskrise.

Die Krise wird momentan von einigen Kommentatoren sehr undifferenziert beurteilt. So macht es durchaus einen Unterschied, ob Banken durch Abwertung ihrer Vermögenspositionen in ihrer Eigenkapitalbasis bedroht werden oder ob ihre Zahlungsfähigkeit durch Verwerfungen am Interbankenmarkt unterbrochen ist. Für die US-Banken sind Wertberichtigungen auf die Aktiva das Hauptproblem. In der europäischen Bankenkrise spielt hingegen das Risiko einer kurzfristigen Zahlungsunfähigkeit die entscheidende Rolle. Dies spricht dafür, dass die Kombination staatlicher Bürgschaften und kurzfristiger Liquiditätsbereitstellung durchaus angemessen ist. Solange die Vermögenswerte, die der Bürgschaft gegenüberstehen, am Ende ihrer Laufzeit mit hoher Sicherheit zurückgezahlt werden, ist das Risiko für den Steuerzahler gering.

Den staatlichen Bürgschaften stehen dabei durchaus Erträge für die Allgemeinheit gegenüber, weil eine systemische Bankenkrise und ein Übergreifen auf die Realwirtschaft verhindert werden. Ansonsten wäre der Staat durch Steuerausfälle und Mehrausgaben selbst Leidtragen-



DIW Wochenbericht
41/2008,
S. 642,
Kommentar

der. Eine Beteiligung am Eigenkapital der Banken ist ordnungspolitisch umstritten. Abgesehen davon, dass die Banken in öffentlicher Hand auch kein besseres Krisenmanagement gezeigt haben, kommt der Staat durch eine Kapitalbeteiligung in einen ernsten Interessenkonflikt. Er wäre in diesem Fall sowohl Mitspieler – und als Regulator – auch Schiedsrichter.



Unternehmensfinanzierung – Sind Förderbanken noch zeitgemäß?

von Dorothea Schäfer und Klaus F. Zimmermann

1 Einleitung

Die öffentliche Banktätigkeit steht derzeit stark in der Kritik. Im Zuge der Finanzmarktkrise sind bei manchen Landesbanken Milliarden an Wertberichtigungen zu verkraften. Die dem Bund und den Ländern gehörende *KfW Bankengruppe* muss als Anteilseigner die beträchtliche Schieflage der *IKB* verdauen und ist durch mehrmalige Rettungsaktionen selbst in eine wenig komfortable finanzielle Lage geraten. Nicht wenige plädieren in dieser Situation für eine weitgehende Abstinenz des Staates im Bankgeschäft. Ausdrücklich ausgenommen von dieser Kritik ist das Konzept der staatlichen Förderbank. Hier dominiert vielmehr die Sorge, dass die Lasten von Sanierungs- und Kapitalerhöhung bei Landesbanken und halbstaatlichen Geschäftsbanken die Fördermittel verknappen.

In der finanzwirtschaftlichen Forschung ist es unstrittig, dass gerade auf Finanz- und Kreditmärkten das Risiko von Marktversagen hoch ist. Dieser Umstand kann die Finanzierungsmöglichkeiten der einheimischen Wirtschaft in ineffizienter Weise einschränken. Vor diesem Hintergrund definiert der Förderbankenansatz die Unterstützung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) sowie die Weiterentwicklung des Finanzsystems als seine zentrale Aufgabe. Förderprogramme im Kredit- oder Beteiligungsbereich greifen dabei direkt in die Finanzierungsbedingungen für KMU ein, wohingegen Maßnahmen zur Weiterentwicklung des Finanzsystems den Zugang zur Finanzierung und die Bedingungen so verbessern sollen, dass die Notwendigkeit direkter staatlicher Hilfe für KMU langfristig und nachhaltig abnimmt. Förderbanken beziehen ihre Legitimation folglich aus einer Reihe von handfesten ökonomischen Gegebenheiten, während die übrige staatliche Banktätigkeit bereits seit geraumer Zeit gegen den Ruf ankämpfen muss, ein Relikt aus der Vergangenheit zu sein. Die prinzipielle Notwendigkeit von Förderbanken herauszuarbeiten, kann freilich nur ein Aspekt bei der Beantwortung der Frage sein, ob Förderbanken noch zeitgemäß sind und welche Bedeutung sie für die Unternehmensfinanzierung haben. Ebenso wichtig ist es, zu klären, inwieweit Förderbanken das gesteckte Ziel – Reduzierung oder Beseitigung des Marktversagens – auch erreichen.

in:
F. Keuper und D. Puchta (Hrsg.)
Strategisches Management
in Förderbanken:
Geschäftsmodelle –
Konzepte, Instrumente,
Wiesbaden 2008,
S. 269–294

Förderbank und Geschäftsbank im Staatsbesitz lassen sich indes nicht immer sauber trennen. Das hat die Rettung der *IKB* durch die *KfW Bankengruppe* und die Warnung vor einer Gefährdung der Funktionsfähigkeit der *KfW* als Förderbank einmal mehr bewiesen. So ist es nicht von der Hand zu weisen, dass sich auch Sparkassen und Landesbanken dem Fördergedanken unterwerfen, wenn sie jedem Bürger den Zugang zu einem Bankkonto ermöglichen oder im Auftrag einer Landesregierung die finanzielle Abwicklung regionaler Wirtschaftsprogramme übernehmen.

Diese häufig vorzufindende Verschränkung zwischen normalem Bankgeschäft und Förderauftrag erzwingt eine genaue Abgrenzung unseres Untersuchungsgegenstandes. Die beabsichtigte Evaluation der Förderaktivität im Bereich der Unternehmensfinanzierung bezieht sich daher nur auf solche Banken, deren Geschäftsmodell überwiegend auf dem Förderkonzept beruht und für die der Staat weiterhin in der Haftung steht. Das schließt eine Diskussion über die Rolle von Sparkassen und Landesbanken von vornherein aus.¹ Des Weiteren beschränken wir uns auf den Kern des Förderbankensatzes, die KMU-Finanzierung. Förderprogramme, die in erster Linie auf Haushalte oder auf den Immobiliensektor zielen, wie zum Beispiel Gebäudesanierungsprogramme sind daher von den Betrachtungen ebenfalls ausgenommen.

Der Rest des Artikels ist wie folgt gegliedert. Zunächst beschreiben wir kurz das deutsche Förderbankensystem. In Abschnitt 3 stellen wir die theoretischen Grundlagen der Förderaktivität dar. Abschnitt 4 liefert eine Abschätzung der Bedeutung von Finanzierungsbeschränkungen in der Volkswirtschaft. Die Aktivität der Förderbanken wird in Abschnitt 5 herausgearbeitet. Abschnitt 6 setzt sich mit der Effektivität der Förderung auseinander. Schließlich ziehen wir in Teil 7 ein kurzes Fazit und versuchen die im Titel gestellte Frage zu beantworten.

2 Förderbanken in Deutschland

Das deutsche Förderbankensystem beruht im Wesentlichen auf drei Säulen, der bundesweit agierenden *KfW Mittelstandsbank*, den auf die jeweilige Region beschränkten Förderinstituten der Länder und, als dritte Säule, den Bürgschaftsbanken. Günstige Konditionen für Existenzgründer und mittelständische Betriebe werden über zwei Kanäle

¹ Anstaltslast und Gewährträgerhaftung des Staates für Sparkassen und Landesbanken sind nach einer Übergangsfrist von vier Jahren im Jahr 2005 ausgelaufen. Bei Engagements, die in der Übergangszeit eingegangen wurden und deren Laufzeit das Jahr 2015 nicht überschreitet, steht der Staat noch in der Haftung.

erreicht. Zum einen ermöglichen die staatlichen Haftungsgarantien eine günstige Refinanzierung auf dem Kapitalmarkt. Zum anderen erhalten Förderbanken im Rahmen bestimmter Programme auch staatliche Zuschüsse, die zur Verbesserung der Konditionen eingesetzt werden können.

Eigner der aus mehreren Teilbanken bestehenden *KfW Bankengruppe* sind Bund (80 %) und Länder (20 %) gemeinsam. Im Jahr 2006 betrug die Bilanzsumme der KfW knapp 360 Mrd. EUR und damit immerhin fast ein Drittel der Bilanzsumme der *Deutschen Bank* (siehe Tabelle 1).

Tabelle 1

**Größe der Förderbanken im Vergleich zur Deutschen Bank
(Stand 2006)²**

Institute	Bilanzsumme (Mrd. Euro)	Institute	Bilanzsumme (Mrd. Euro)
BAB	1,250	LFI-MV	2,612
HWK	5,049	IBH	0,619
IBB	20,246	N Bank	0,956
IBSA	1,07	NRW.Bank	135,552
ILB	10,514	SAB	11,064
ISB	3,222	SIKB	1,098
ISH	11,072	TAB	1,918
L-Bank	52,011	KfW	358,774
LfA-Bayern	14,553	Deutsche Bank	1.126,230

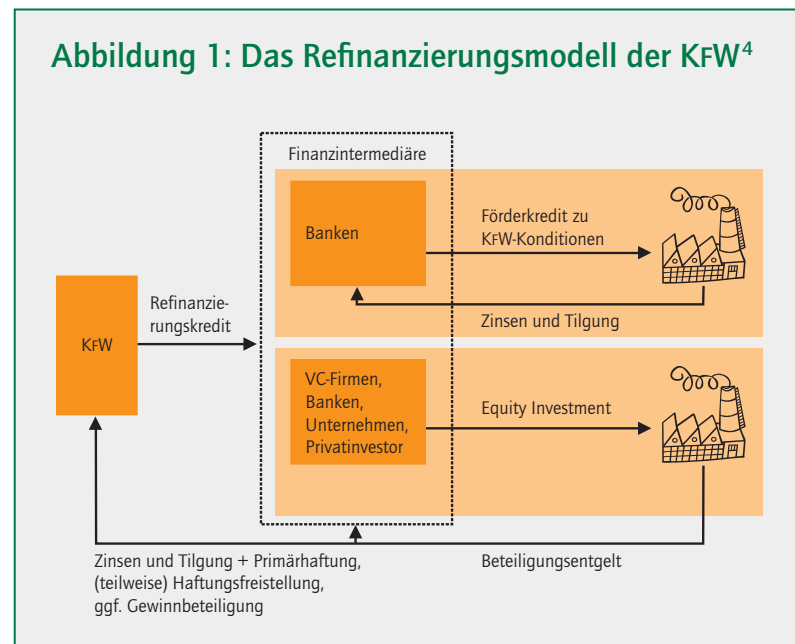
Die KMU-Förderung wird von der *KfW Mittelstandsbank* durchgeführt. Deren Geschäftsmodell zielt auf die Förderung „für Gründer sowie kleine und mittlere Unternehmen ...“ und auf „Investitionen deutscher Unternehmen im In- und Ausland. Die Förderkredite der KfW Mittelstandsbank sind in die drei Säulen Fremdkapital, mezzanines Kapital und Eigenkapital strukturiert ...“³.

Die KMU-Förderung ist überwiegend als Refinanzierung organisiert. Das heißt, es wird nicht direkt in die Firmen investiert, sondern die KfW gewährt deren Finanziers einen Kredit zur Refinanzierung des Engagements (siehe Abbildung 1). Dieses Modell entspricht dem Grundprin-

² Vgl. Jahresberichte der Förderbanken, **Deutsche Bank** aus dem Jahr 2006. Die Langnamen der Banken finden sich im Abkürzungsverzeichnis zu diesem Beitrag.

³ Online http://www.KfW-mittelstandsbank.de/DE_Home/KfW_Mittelstandsbank/index.jsp.

zip aller Förderbanken, wonach sie nicht in einen Wettbewerb mit den Geschäftsbanken treten wollen.



Direkte Investitionen nimmt die *KfW Mittelstandsbank* nur im Rahmen spezifischer Programme vor, so z. B. im „ERP-Startfonds“ für innovative Technologieunternehmen.⁵ Direktinvestitionen setzen üblicherweise voraus, dass sich eine private Beteiligungsgesellschaft als „Lead Investor“ in gleicher Höhe in dem Unternehmen engagiert.⁶ Teilweise sind Kredite und Beteiligungen mit Haftungsfreistellungen versehen. Neben Finanzierungen „bietet die *KfW Mittelstandsbank* Existenzgründern und jungen Unternehmen geförderte Beratungen an.“ Insbesondere bei der Beteiligungsförderung spielt der Aspekt der Finanzsystementwicklung – weg von einer fast ausschließlich kreditorientierten Unternehmensfinanzierung hin zu mehr Eigenkapitalfinanzierung – eine wichtige Rolle.

Die regionalen Förderbanken (LFI) befinden sich meist im Eigentum des jeweiligen Landes.⁷ Demgemäß fördern sie die mittelständischen

⁴ Schäfer/Werwatz/Zimmermann (2005), S. 581.

⁵ ERP steht für European Recovery Program. Das ERP-Sondervermögen des Bundes wurzelt in der früheren Marshall-Plan-Hilfe.

⁶ Vgl. online http://www.KfW-mittelstandsbank.de/DE_Home/Beteiligungsfinanzierung/index.jsp.

⁷ Teilweise halten auch die Landesbanken Beteiligungen an den Landesförderinstituten. Auch länderübergreifende Beteiligungsverhältnisse kommen vor.

Unternehmen und Existenzgründer der jeweiligen Region. Üblicherweise stellen sie Zuschüsse, langfristige, zinsverbilligte Darlehen, Ausfallbürgschaften, Haftungsfreistellungen oder Garantien sowie Eigenkapitalfinanzierungen bereit.

Zwischen den einzelnen Instituten herrschen beträchtliche Größenunterschiede. Die NRW.BANK erreicht eine Bilanzsumme von mehr als 135 Mrd. EUR und ist damit etwa ein Drittel so groß wie die KfW Bankengruppe (Stand 2006). Die Bilanzsumme der kleinen NBank Investitions- und Förderbank Niedersachsen beträgt hingegen nur knapp eine Mrd. EUR. Die sehr differenzierte Größenstruktur weist auf starke regionale Unterschiede in der Aktivität der Förderbanken hin.

Auch auf Länderebene gilt das Primat der Hausbank. Demzufolge werden Kredite und Kreditderivate in Form von Ausfallbürgschaften und Haftungsfreistellungen über eine vom Unternehmen gewählte Geschäftsbank ausgereicht bzw. müssen über diese beantragt werden. Tabelle 2 zeigt die Anteile der einzelnen Bankengruppen an den Programmkrediten von KfW und LFI. Bei Beteiligungen werden meist einschlägig spezialisierte Tochterunternehmen eingeschaltet.

Tabelle 2				
Anteil der einzelnen Bankengruppen an den Ausreichungen von KfW und LFI ⁸				
Bankengruppen	2003	2004	2005	2006
Angaben in Prozent				
KfW				
Kreditbanken	16,7	20,3	21,0	19,5
Sparkassensektor	40,1	44,1	40,5	32
Genossenschaftssektor	29,5	28,8	25,6	19,2
Sonstige	13,7	6,9	12,9	29,2
LFI				
Kreditbanken	14,2	15,6	15,1	20,1
Sparkassensektor	47,7	44,4	44,9	46,4
Genossenschaftssektor	36,4	34,6	32,8	31,1
Sonstige	1,8	5,3	7,2	2,4

Bürgschaftsbanken verstehen sich als „Selbsthilfeeinrichtungen des Mittelstandes“. Anteilseigner sind Kammern, Verbände, Innungen sowie Banken, Sparkassen und Versicherungsunternehmen. Von den 19 Bürg-

8 Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, e.V. (2006a).

schaftsbanken in Deutschland agieren 18 regional, eine überregional. In der Hauptsache übernimmt dieser Banktyp Ausfallbürgschaften für Bankkredite oder gibt Haftungsgarantien an Beteiligungsgesellschaften bei Unternehmensübernahmen oder Gründungsfinanzierungen. Die Engagements sind „im Interesse der Mittelstandsförderung von der Bundesrepublik Deutschland und den Bundesländern rückverbürgt.“⁹ Ähnlich wie Kreditsicherheiten erhöht diese „Versicherung“ den Erwartungswert der Rückzahlung. Auch bei den Bürgschaftsbanken wird der Antrag nicht direkt, sondern über ein Kreditinstitut gestellt. Nur im Schadensfall, wenn Kredite und Beteiligungen tatsächlich ausfallen, fließen Mittel ab.

Abbildung 2: Durchschnittliche jahrgangsspezifische Ausfallquoten in den ersten acht Jahren der Laufzeit (Ausfälle der Bewilligungsjahrgänge 1995–2002 bis zum 31.12.2004)¹⁰

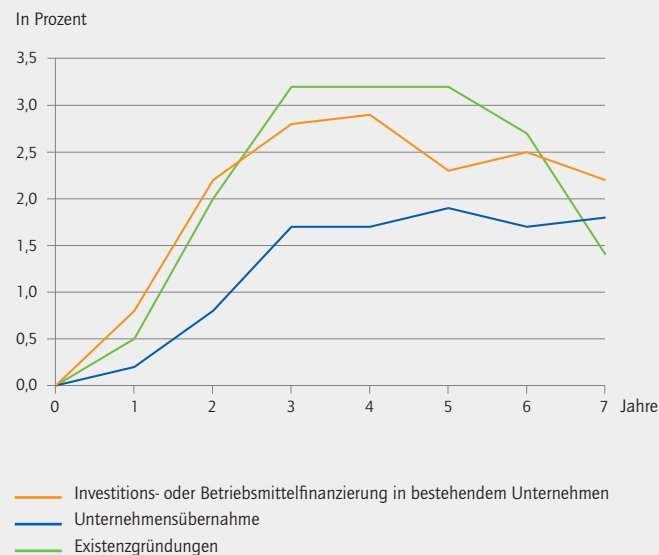


Abbildung 2 zeigt die Ausfälle der deutschen Bürgschaftsbanken für die Bewilligungsjahrgänge 1995–2002 bis zum 31.12.2004. Die Bürgschaften betreffen Finanzierungen von laufenden Unternehmen, Unternehmensübernahmen und Gründungen. Besonders hohe Aus-

⁹ Vgl. online <http://www.vdb-info.de/index.php?44>. Die überregionale Bürgschaftsbank für Sozialwirtschaft ist auf Unternehmen der Sozialwirtschaft spezialisiert.

¹⁰ Schmidt/van Elkan (2006), S. 19.

fallquoten haben Bürgschaften im Rahmen von Existenzgründungen. Das Maximum liegt zwischen dem dritten und dem fünften Jahr nach Vergabe.¹¹ Bürgschaften für Unternehmensübernahmen sind hingegen vergleichsweise wenig ausfallgefährdet.

3 Ökonomischer Hintergrund der Finanzierungsförderung

Finanzierung funktioniert nicht als Zug-um-Zug-Geschäft, bei dem Leistung und Gegenleistung sofort erfolgt. Es handelt sich vielmehr um ein Termingeschäft, bei dem der Financier in Vorleistung geht und die Rückzahlung in die Zukunft verlagert ist. Das zeitliche Auseinanderfallen von Leistung und Gegenleistung erfordert Vertrauen in die Rückzahlungsfähigkeit und den -willen des Vertragspartners. Dieser Umstand macht Finanzmärkte besonders anfällig für Marktversagen und ineffiziente Finanzierungsbeschränkungen.

3.1 Marktversagen in der Finanzierung von KMU

Gesamtwirtschaftlich schädliche Finanzierungsbeschränkungen für Unternehmen lassen sich auf zwei wesentliche Ursachen zurückführen: unvollständige Information und Verhaltensrisiken. Wenn das wahre Finanzierungsrisiko ex ante nicht exakt erfasst und quantifiziert werden kann, ist der Financier dem „Zitronenproblem“ ausgesetzt. Kostendeckende Durchschnittskonditionen bewirken nämlich, dass sich die guten Schuldner tendenziell aus dem Markt zurückziehen.¹² Um dieses Risiko der negativen Auslese zu begrenzen, tendieren Banken dazu, keine markträumenden Konditionen anzubieten, sondern ihre Kreditvergabe einzuschränken. Das hat zur Folge, dass auch Darlehensanträge von guten Schuldnern mit positiver Wahrscheinlichkeit abgelehnt werden.

Ex post, also nach erfolgter Ausschüttung der Mittel, ist der Financier mit Verhaltensrisiken konfrontiert. Den Unternehmer kann die Nichtbeobachtbarkeit seiner Handlungen und/oder die Tatsache, dass nicht alle möglichen zukünftigen Gegebenheiten im Vertrag berücksichtigt werden können, der Vertrag also ein Stück weit unvollständig bleibt, zu Aktionen verleiten, die für ihn zwar gewinnbringend sind, dem

¹¹ Vgl. Schmidt/van Elkan (2006), S. 19.

¹² Vgl. Stiglitz/Weis (1981), S. 397.

Financier aber schaden.¹³ Solche Verhaltensrisiken vermindern den Erwartungswert der Rückzahlung und reduzieren folglich die Höhe der per Kredit- oder Beteiligungsvertrag bereitgestellten Mittel.¹⁴

3.2 Begrenzte Wirksamkeit privatwirtschaftlicher Gegenstrategien

Ebenso wie das Auftreten von Marktversagen ist es unbestritten, dass sich das Problem durch den Einsatz privatwirtschaftlicher Instrumente abmildern oder in bestimmten Fällen auch ganz beseitigen lässt. So zielen Instrumente wie Rating oder permanente Beobachtung durch Analysten bei börsennotierten Unternehmen auf einen Abbau der Informationsasymmetrie zwischen den Vertragspartnern. Ihre Wirksamkeit hängt allerdings stark davon ab, wie transparent die Unternehmen sind bzw. welche belastbaren Informationen über das Unternehmen zu gewinnen sind.

Auch wenn die Vertragspartner in langjährige Beziehungen investieren, verfolgen sie das Ziel des Abbaus von Informationsasymmetrien und der Eindämmung von ineffizienten Finanzierungsbeschränkungen. So kann eine langjährige intensive Beziehung des Unternehmens zur Hausbank wie eine implizite Versicherung gegen eine Liquiditätskrise wirken. Definitionsgemäß steht dieses Instrument allerdings nur Unternehmen zur Verfügung, die bereits eine hinreichende Anzahl von Jahren am Markt agieren. Neugründungen bleiben hier naturgemäß außen vor.

Ein drittes Instrument, das privatwirtschaftliches Gegensteuern ermöglicht, sind Kreditsicherheiten. Sie helfen Verträge zu formulieren, bei denen ein Verhalten, das dem Financier schadet, mit dem Verlust des Besicherungsguts bestraft werden kann.¹⁵ Die Möglichkeit, anreizkompatible, mit einem hohen Erwartungswert der Rückzahlung ausgestattete Verträge abzuschließen, haben jedoch nur solche Unternehmen, die im Besitz der notwendigen Vermögensgegenstände sind, seien diese nun aus Betriebs- oder Privatvermögen. Innovative junge Unternehmen, deren Vermögen zunächst nur aus dem Humankapital der

¹³ Ex post Interessenkonflikte entstehen vor allem durch private Kontrollrenten; vgl. hierzu bspw. Berglöf (1991), und Chang (1992); durch spezifisches Humankapital; vgl. hierzu bspw. Hart/Moore (1994); durch unbeobachtbare und daher vertraglich nicht erfassbare Erträge; vgl. hierzu bspw. Bester (1994), und Berglöf/von Thadden (1994); und durch nicht kontrahierbare Investitionen in die Erhöhung des Firmenwerts; vgl. hierzu bspw. Dewaripont/Tirole (1994), Chemla/Habib/Ljungqvist (2002) und Schmidt (2002).

¹⁴ Vgl. Schäfer/Talavera (2006), S. 5 ff.

¹⁵ Vgl. Bester (1994) und Schäfer (2002).

Belegschaft besteht oder Unternehmen der Serviceindustrie, deren Ausstattung mit besicherungstauglichen Investitionsgütern üblicherweise gering ist, gehören tendenziell nicht zu dieser Kategorie.

In den letzten Jahren hat sich das Umfeld der Unternehmensfinanzierung grundlegend gewandelt (Sachverständigenrat 2005). Der zunehmende nationale und internationale Wettbewerb zwingt Banken zu einer größeren Risikoorientierung bei der Kreditvergabe. Bankaufsichtliche Regelungen zur Eigenkapitalunterlegung (Basel II) verstärken diesen Zwang. Gemäß Basel II müssen Kreditinstitute seit dem 1. Januar 2007 umso höhere Zinsen verlangen und umso mehr Eigenmittel zur Absicherung vorhalten, je höher das Risiko des Kredits ist. Diese Vorschrift erhöht die Kosten der Kreditvergabe bei Schuldnern mit schlechter Bonität.¹⁶ Risikoorientierung und Eigenkapitalunterlegungsvorschriften veranlassen beides Banken zunehmend, Unternehmenskredite zu verbieten und an den Markt weiterzugeben. Steht die Bank weniger im Risiko, vermindert das den Anreiz, sich im und für das Unternehmen zu engagieren. Wegen erhöhter Eigenkapitalunterlegung bei langfristigen Krediten haben Banken darüber hinaus einen Anreiz, diesen Kredittyp zu meiden. Hausbankbeziehungen machen unter diesen Bedingungen immer häufiger einer „normalen“, vor allem durch Marktkräfte geprägten Geschäftsbeziehung Platz,¹⁷ in der in erster Linie die Bonität des Unternehmens den Zugang zur Finanzierung regelt.

Eine der zentralen Kennzahlen bei der Bonitätsbestimmung ist die Eigenkapitalquote. Sie zeigt an, ob das Unternehmen in der Lage ist, Krisen aus eigener Kraft zu meistern und Kreditausfälle zu verhindern. Der Zugang zur Finanzierung ist folglich umso schwieriger, je geringer die Eigenkapitalausstattung ist. Dies wird auch durch die jüngste Unternehmensbefragung der *KfW*¹⁸ bestätigt. Eine unzureichende Eigenkapitalquote wird neben mangelnden Kreditsicherheiten am häufigsten als Grund für eine Kreditablehnung genannt.

Speziell für Gründer kommt noch ein weiterer Aspekt hinzu. Empirische Untersuchungen über die Finanzierung mittelständischer Unternehmen haben gezeigt, dass eine Hausbank im traditionellen

¹⁶ Vgl. Schäfer (2004), S. 209 ff.

¹⁷ In den wenigen theoretischen Konzepten, die dazu bislang existieren, wird zwar argumentiert, dass der Wert der Kredite von der weiteren Betreuung der Schuldner durch die Kredit gebende Bank abhängt; vgl. Krahn (2006). Dennoch ist davon auszugehen, dass die Anreize zum Engagement als Hausbank geringer sind, wenn das Ausfallrisiko nicht mehr von der Kredit gebenden Bank getragen wird.

¹⁸ Vgl. KfW Bankengruppe (2006).

Sinne Zugang zu Insider-Information hat und Einfluss auf das Management nimmt¹⁹. Ersteres reduziert die Informationsasymmetrie. Letzteres stärkt die Unternehmenskontrolle (Corporate Governance) und schränkt opportunistisches Verhalten beim Eigentümer ein. Beides erhöht den Erwartungswert der Rückzahlung. Der tendenzielle Rückzug der Kreditinstitute vom Hausbanksystem erschwert folglich die Finanzierung. Umso wichtiger für Jungunternehmer werden alternative Investoren, die eine enge Beziehung zum Unternehmen und Einflussnahme anstreben. Eine solche Alternative bieten Beteiligungsgesellschaften (Private Equity) in Form von Übernahmefinanzierung (Buy-Out-Kapital) oder Venture Capital. Private Equity Investoren sind in der Lage weit reichende Informations-, Kontroll- und Beratungsaktivitäten²⁰ zu entwickeln. Allerdings schrecken auch Beteiligungsinvestoren vor einer Finanzierung zurück, wenn ihnen Technologien unbekannt oder das Ausfallrisiko extrem hoch erscheint.²¹

Die Kumulierung ungünstiger Gegebenheiten hinsichtlich Rechnungslegung (Transparenz) und Kreditsicherheiten ist bei KMU zu erwarten, die Minderheiten angehören.²² Bei diesen Unternehmenstypen mögen zudem auch Vorbehalte auf Anbieterseite beim Auftreten von Finanzierungsbeschränkungen eine Rolle spielen. Die ökonomische Forschung hat im Wesentlichen zwei Gruppen von Unternehmern identifiziert, für die der Finanzierungszugang eingeschränkt und somit Gründung und Entwicklung schwierig ist. Das sind zum einen Firmen, deren Inhaber einer ethnischen Minderheit angehört, zum anderen sind das Unternehmen, die von Frauen geführt werden.

So stellen *Blanchflower/Levine/Zimmerman*, *Cavalluzzo/Cavalluzzo/Wolken*, *Cavalluzzo/Cavalluzzo* (1998) diskriminierungsbedingte Finanzierungsbeschränkungen bei schwarzen und spanisch-stämmigen Unternehmern in den USA fest. *Constant/Shachmurove/Zimmermann* finden für Deutschland, dass ausländische Männer mit 4.8 % (nichttürkisch) bzw. 6.3 % (türkisch) eine um fast um die Hälfte niedrigere Selbständigenquote haben als deutsche. *Bruder/Neuberger/Räthke-Döppner* kommen zu dem Ergebnis, dass ethnische Minderheiten in Deutschland weniger leicht Zugang zu Krediten finden als einheimische Unternehmer, führen dies allerdings vor allem auf negative statistische Merkmale zurück. *Muravyew/Schäfer/Talavera* finden in einer länderübergreifen-

19 Vgl. bspw. *Elsas* (2002), S. 4.

20 Vgl. *Schäfer/Schilder* (2007), S. 13 und S. 16 ff.

21 Vgl. *Schäfer/Werwatz/Zimmermann* (2004a), S. 239 f.

22 Vgl. bspw. *Atkinson* (2006), S. 9 ff.

den Studie Evidenz für Diskriminierung von Unternehmerinnen auf dem Kreditmarkt. *Cavalluzzo/Cavalluzzo* ermitteln für die USA, dass ein hoch konzentrierter Bankenmarkt tendenziell den Finanzierungszugang für jene Kleinunternehmen in besonderem Maße erschwert, die von Frauen oder von Angehörigen ethnischer Minderheiten geführt werden.²³

Marktversagen ist demnach zwar prinzipiell mit privatwirtschaftlichen Mitteln zu beheben oder abzumildern. Im Einzelfall kommt es jedoch darauf an, ob das Unternehmen über die notwendigen Eigenschaften und/oder die geeigneten Mittel verfügt. Mit großer Wahrscheinlichkeit von Marktversagen betroffen sind die als „schwer durchschaubar“ geltenden kleinen Familienunternehmen, Unternehmen mit keiner oder zu kurzer Leistungsbilanz, Unternehmen mit niedriger Eigenkapitalquote, schnell wachsende Unternehmen mit vorwiegend immateriellen Vermögenswerten und Unternehmen von Minderheiten.²⁴

4 Abschätzung der volkswirtschaftlichen Bedeutung von Finanzierungsbeschränkungen

Für die Abschätzung der Bedeutung des Marktversagens in der Unternehmensfinanzierung ist es zunächst zweckmäßig zu klären, in welchem Maße die Struktur des KMU-Segments durch Unternehmens-typen geprägt ist, die für Finanzierungsbeschränkungen anfällig sind.

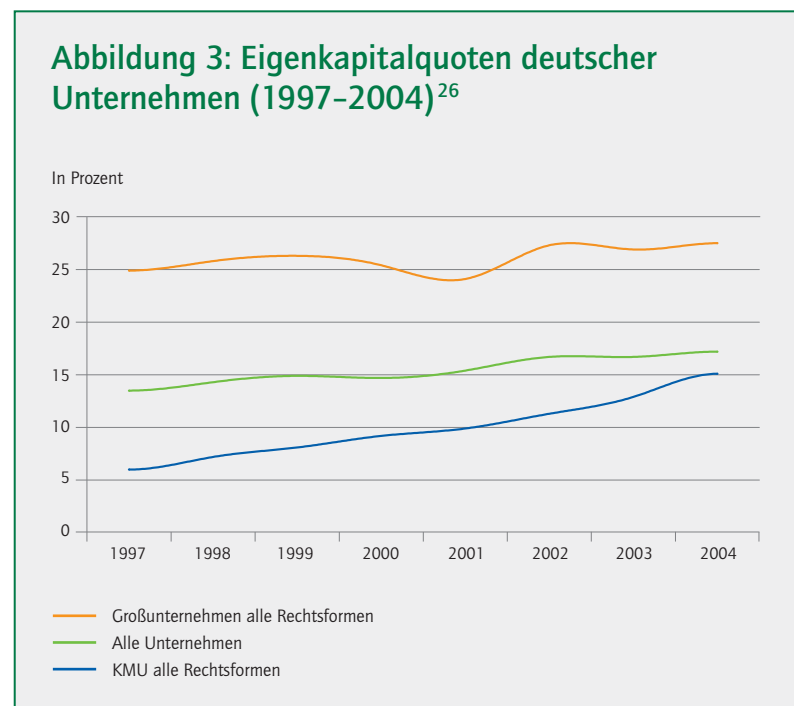
99,7% der deutschen Unternehmen sind KMU. Davon beschäftigen 89,3% jeweils nur bis zu 10 Arbeitnehmer und setzen pro Jahr weniger als eine Mio. EUR um. Diese Kategorie der Kleinst-Unternehmen gilt wegen der häufig nur minimalen Rechnungslegung und Dokumentation als besonders intransparent.²⁵ Die Eigenkapitalquoten von KMUs

23 Vgl. *Cavalluzzo/Cavalluzzo* (1998), *Cavalluzzo/Cavalluzzo/Wolken* (2002), *Blanchflower/Levine/Zimmermann* (2003), *Bruder/Neuberger/Räthke-Döppner* (2007), *Constant/Shachmurove/Zimmermann* (2007) und *Muravyew/Schäfer/Talavera* (2007).

24 Diese Unternehmenstypen gehören statistisch zu den höchsten Risiken für Banken und Beteiligungsgesellschaften. 2007 befanden sich mehr als drei Viertel der 29.160 Unternehmensinsolvenzen in der Größenklasse „Kleinunternehmen mit bis zu 10 Beschäftigten“. 55% der insolventen Unternehmen waren jünger als acht Jahre, ein Viertel war höchstens 3 Jahre alt; vgl. *Statistisches Bundesamt* (2008). Venture Capital Firmen rechnen üblicherweise mit einer Ausfallquote von 25% für ihre Beteiligungen.

25 Vgl. *Schäfer* (2004). KMU sind gemäß Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2003) wie folgt definiert. Kleinunternehmen: weniger als 10 Mitarbeiter und einen Jahresumsatz bzw. eine Bilanzsumme von höchstens 2 Mio. EUR; kleine Unternehmen: 50 Mitarbeiter und einen Jahresumsatz bzw. eine Bilanzsumme von höchstens 10 Mio. EUR; mittlere Unternehmen: weniger als 250 Mitarbeiter bei einem Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. EUR bzw. einer Bilanzsumme von höchstens 43 Mio. EUR. Diese Definition wird hier in der Regel verwendet. Eine alternative Definition des *Instituts für Mittelstandsforschung (IfM)* zählt Unternehmen mit weniger als 500 Mitarbeitern bzw. Unternehmen mit weniger als 50 Mio. EUR Jahresumsatz noch zu den KMU; vgl. online <http://www.ifm-bonn.org/index.php?id=99>.

sind traditionell niedrig. Wie Abbildung 3 zeigt, erreicht die durchschnittliche Eigenkapitalquote der KMU trotz permanenten Anstiegs in den letzten Jahren lediglich 15 %.



87 % der KMUs werden vom Inhaber geleitet. Laut Global Entrepreneurship Monitor führen Frauen in Deutschland etwa ein Drittel aller Selbständigen-Unternehmen.²⁷ 296.000 Selbständige (knapp 8 %)²⁸ sind Nicht-Deutsche und damit Angehörige einer ethnischen Minderheit.²⁹ Rammer schätzt, dass je nach Branche etwa ein Fünftel bis ein Viertel des gesamten Unternehmensbestandes aus Unternehmen besteht, die jünger als fünf Jahre sind.³⁰ Knapp 11 % aller Neugründungen stammen von Personen mit Migrationshintergrund.³¹ Zuwanderern dient die Selbständigkeit auch dazu, in den Arbeitsmarkt des Gastlandes einzutreten oder der Arbeitslosigkeit über den Konjunkturzyklus zu

²⁶ Deutsche Bundesbank (2006), S. 63 ff.

²⁷ Vgl. Allen/Langowitz/Minniti 2006, S. 11.

²⁸ Der Anteil variiert geringfügig, je nachdem ob der Bestand nach Unternehmensregister oder nach Umsatzsteuerstatistik herangezogen wird.

²⁹ Vgl. Leicht/Leiss/Hermes (2006), S. 20.

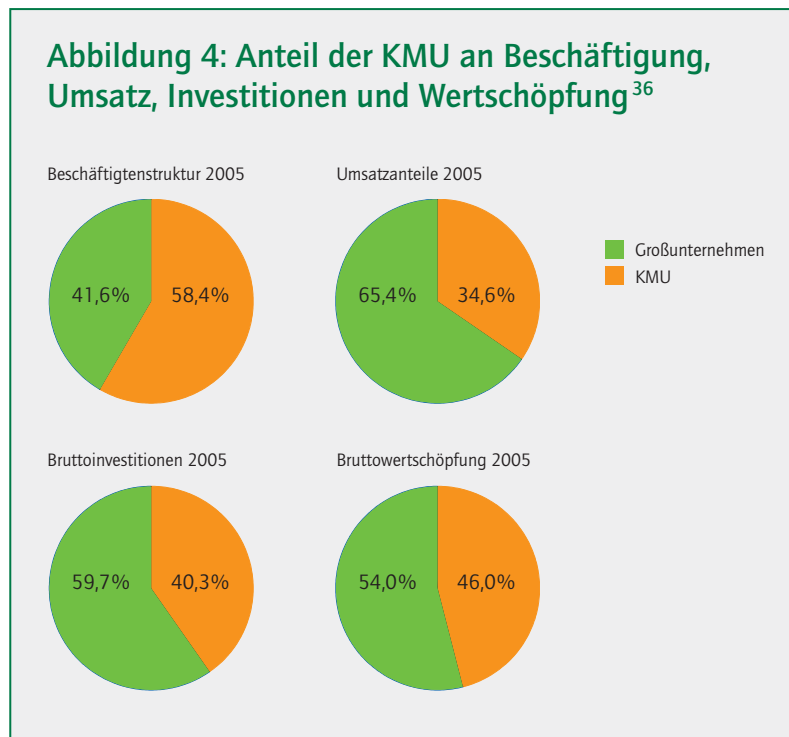
³⁰ Vgl. Rammer (2004), S. 2. Der Anteil eines Gründungsjahrgangs wird auf ca. 4–5 % des Bestands im Verarbeitenden Gewerbe bzw. ca. 8–10 % in den wissensintensiven Dienstleistungen taxiert.

³¹ Vgl. KfW Research (2007), S. 3.

entgehen.³² Ca. 2,3 % der KMU bieten wissensintensive Dienstleistungen an.³³

Diese Struktur der Unternehmenslandschaft in Deutschland lässt vermuten, dass Finanzierungsbeschränkung kein seltenes Phänomen darstellen. Laut Unternehmensumfrage der *KfW Bankengruppe* haben fast 20 % der Unternehmen, die zur Finanzierung einer Investition einen Bankkredit beantragt hatten, eine Ablehnung des Antrages hinnehmen müssen.³⁴ Besonders häufig werden Anträge von Kleinunternehmen sowie ostdeutschen Unternehmen zurückgewiesen. Hierzu kompatibel sind empirische Befunde auf der Basis von Daten des sozioökonomischen Panels SOEP. Der in *Schäfer/Talavera* (2005) und *Schäfer/Talavera* (2006) gefundene (statistisch signifikante) positive Zusammenhang zwischen außerordentlichen Vermögenszuwächsen, z. B. durch eine Erbschaft, und Gründung bzw. Überleben der Eigentümerunternehmen ist ein starkes Indiz für die Existenz von Finanzierungslücken vor und nach der Gründung.³⁵

Abbildung 4: Anteil der KMU an Beschäftigung, Umsatz, Investitionen und Wertschöpfung³⁶



32 Vgl. Constant/Zimmermann (2004).

33 Vgl. Aschhoff et al. (2008). Die Zahl bezieht sich auf die KMU mit 5 bis 499 Beschäftigten.

34 Vgl. KfW Bankengruppe (2006), S. 6.

35 Vgl. Schäfer/Talavera (2005), S. 13, und Schäfer/Talavera (2006), S. 13 ff.

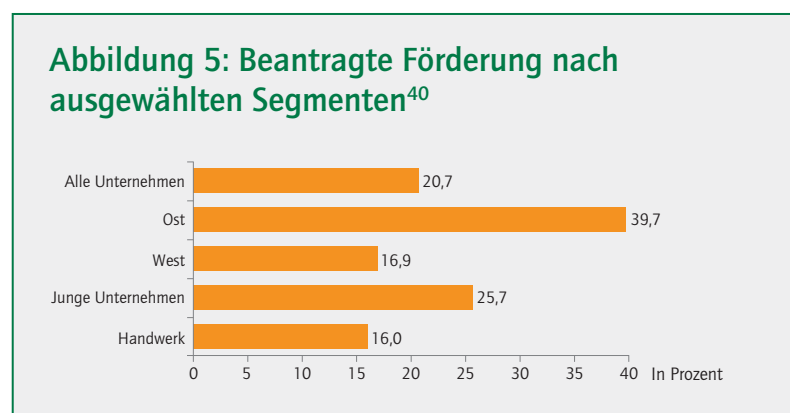
36 Kless (2008), S. 231.

Die Ablehnung von Kredit- oder Beteiligungsanträgen verhindert unter Umständen die Durchführung der geplanten Investitionsvorhaben. Daher ist die genaue Quantifizierung der volkswirtschaftlichen Auswirkungen von Finanzierungsbeschränkungen ein schwieriges Prognoseproblem. Der potenzielle Nutzen von Förderbanken im KMU-Segment lässt sich jedoch grob auch an der Bedeutung dieser Unternehmensklasse in der Volkswirtschaft ablesen. Wie Abbildung 4 illustriert, arbeiten zwei Drittel der Beschäftigten im KMU-Segment; KMUs erwirtschaften mehr als ein Drittel aller Umsätze, sind für zwei Fünftel der Bruttoinvestitionen und für knapp die Hälfte der Bruttowertschöpfung verantwortlich.

Unternehmen im Eigentum von Frauen beschäftigen 7,2 % der sozialversicherungspflichtigen Erwerbstätigen und erwirtschaften 5,6 % der Umsätze.³⁷ Etwa 3–4 % der Beschäftigten, so schätzt man, arbeiten in Firmen, die Ausländern gehören.³⁸

Schwierige Finanzierungsbedingungen im KMU-Bereich können daher beträchtliche volkswirtschaftliche Folgen haben. Die Aktivitäten von Förderbanken zielen zum einen auf die Vermeidung solcher Schäden, zum anderen aber sollen auch eigenständige, über das Finanzsystem vermittelte Wachstumsimpulse gegeben werden. Im Zuge des demografischen Wandels hat zudem die Förderung von Minderheiten-Unternehmen an Bedeutung gewonnen.³⁹

5 Aktivität der Förderbanken



³⁷ Kay (2008), RK 6 und RK 7.

³⁸ Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2005), S. 2.

³⁹ Vgl. Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, e.V. (2006b), S. 7.

⁴⁰ KfW Bankengruppe (2006), S. 53.

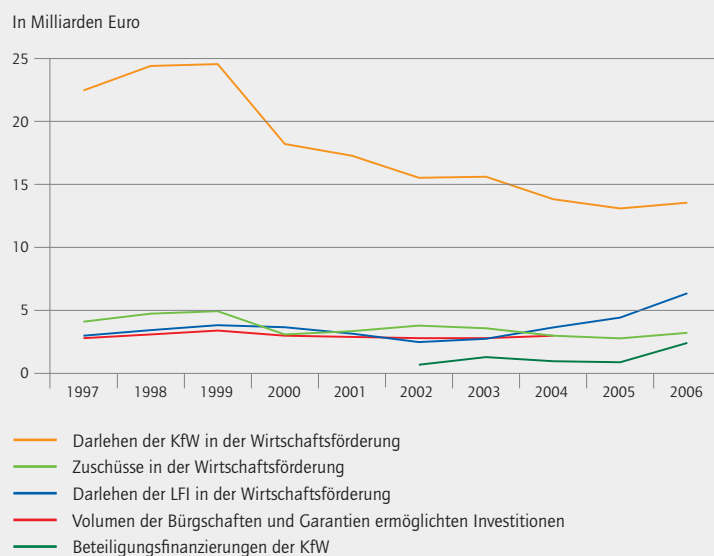
Im Jahr 2006 beantragten etwas mehr als 20 % der Unternehmen in Deutschland eine Förderung.⁴¹ Am häufigsten wurden KfW-Kredite (36 %) sowie Zuschüsse und Zulagen (36 %) nachgefragt. Länderkredite wurden von einem knappen Fünftel der befragten Unternehmen beantragt, Bürgschaften nur von einem Zehntel (Tabelle 3).

Tabelle 3

Anteil der Unternehmen mit Beantragung des spezifischen Förderinstruments ⁴²					
Segment	KfW-Kredite	Länderkredite	EU-Mittel	Bürgschaften	Zuschüsse
Angaben in %					
Alle	36,1	18,4	17,0	9,9	36,2
Ost	15,2	18,1	17,8	8,6	64,4
West	45,6	18,5	16,8	10,5	23,2

Mit Ausnahme der Bürgschaften (67,9 %) werden mehr als vier Fünftel der Anträge auch bewilligt. Am höchsten liegt die Bewilligungsquote bei den Zuschüssen (88,5 %).⁴³

Abbildung 6: Entwicklung von Darlehen, Zuschüssen, Bürgschaften und Beteiligungsfinanzierungen⁴⁴



41 KfW Bankengruppe (2006), S. 52.

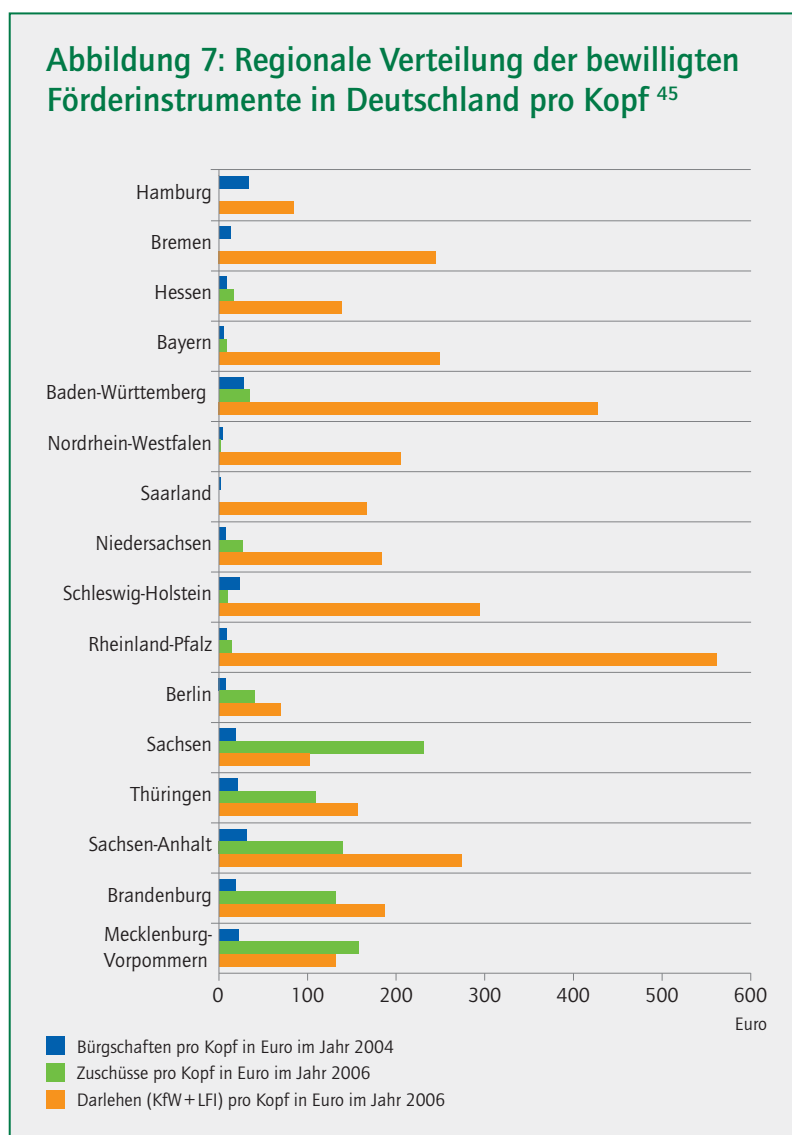
42 KfW Bankengruppe (2006), S. 55.

43 KfW Bankengruppe (2006).

44 Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, e.V. (2006a), S. 6 ff., Schmidt/van Elkan (2006), S. 16, und Geschäftsberichte der Förderbanken.

Im Zeitverlauf zeigen nur die Volumina der von der KfW geförderten Darlehen einen grob dem Konjunkturzyklus folgenden Verlauf, nicht jedoch die anderen Instrumente. Allerdings ist parallel zur Belebung der Wirtschaft ab dem Jahr 2006 bei allen Instrumenten ein Anstieg zu verzeichnen. Die These, wonach die Förderaktivität bei schwacher konjunktureller Entwicklung zunimmt, lässt sich nicht bestätigen.

Abbildung 7: Regionale Verteilung der bewilligten Förderinstrumente in Deutschland pro Kopf ⁴⁵



Die Regionen unterscheiden sich vergleichsweise stark in der Inanspruchnahme der einzelnen Förderinstrumente. Während Zuschüsse

⁴⁵ Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, e.V. (2006a), S. 6 ff., Schmidt/van Elkan (2006), S. 15, und Geschäftsberichte der Förderbanken.

pro Kopf und in absoluten Zahlen gemessen in den neuen Bundesländern einen größeren Stellenwert einnehmen als in den alten Ländern, gilt für Darlehen das Gegenteil (siehe Abbildung 7). Spitzenreiter bei der absoluten Darlehenssumme im Jahr 2006 ist Baden-Württemberg mit knapp 4,6 Mrd. EUR. Sachsen hingegen führt bei den Zuschüssen mit 982 Mio. EUR. Die Leistungen von Bürgschaftsbanken wurden vor allem in Baden-Württemberg stark nachgefragt. In allen anderen Bundesländern bleiben sie volumenmäßig jedoch weit hinter den Zuschüssen und Darlehen zurück.

Abbildung 8: Bewilligte Darlehen (pro Kopf) im Verhältnis zum BIP (pro Kopf) für die 16 Bundesländer⁴⁶

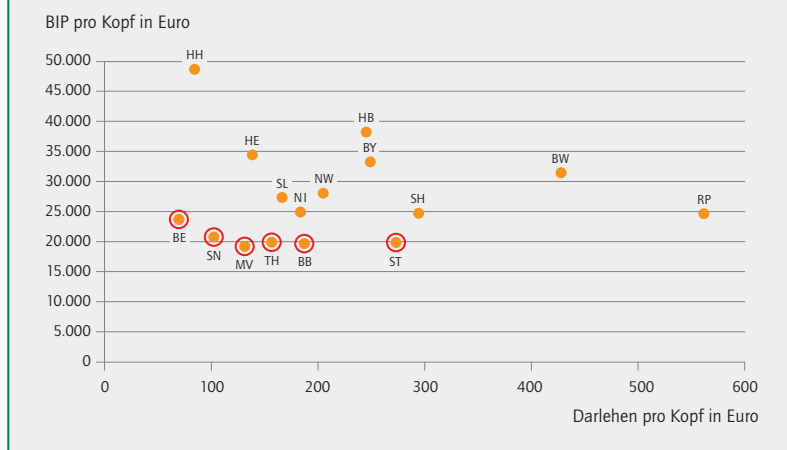


Abbildung 8 stellt für jedes Bundesland die Darlehen, Abbildung 9 die Zuschüsse und Abbildung 10 die Bürgschaften pro Kopf relativ zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf dar.⁴⁷ Die Werte für die neuen Bundesländer sind jeweils mit einem Kreis markiert.

Die in anderen Untersuchungen festgestellte Ost-West-Lücke bei der Kreditfinanzierung⁴⁸ schlägt sich offensichtlich nicht in einer systematisch höheren Förderung (Darlehen und Bürgschaften) der Kreditfinanzierung in den neuen Bundesländern nieder. Insbesondere bei den Darlehen sind die Pro-Kopf-Werte in den neuen Bundesländern

⁴⁶ Für die Abbildungen 8-10 vgl. entsprechend **Bundesverband öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, e.V.** (2006a), S. 6 ff., Schmidt/van Elkan (2006), S. 15, und eigene Berechnungen des DIW Berlin.

⁴⁷ Die Abkürzungen der Bundesländer in den Abbildungen 8-10 folgen den auf EU-Ebene vereinbarten Abkürzungen der Regionen. Vgl. online <http://www.bmelv-statistik.de/de/daten-tabellen/abkuerzungen-der-bundeslaender/>.

⁴⁸ Vgl. **Lehmann/Neuberger/Räthke** (2004), S. 23 ff.

mit systematisch niedrigeren BIP-Werten verknüpft als in den alten Bundesländern. Im Prinzip gilt dies auch für Bürgschaften, allerdings ist die Tendenz hier nicht ganz so eindeutig. Die Beobachtungen könnten ein Hinweis auf einen niedrigeren Wirkungsgrad der Förderung in den neuen Bundesländern sein, möglicherweise verursacht durch eine noch nicht ganz ausgereifte finanzielle und wirtschaftliche Infrastruktur.

Abbildung 9: Bewilligte Zuschüsse (pro Kopf) im Verhältnis zum BIP (pro Kopf) für die 16 Bundesländer

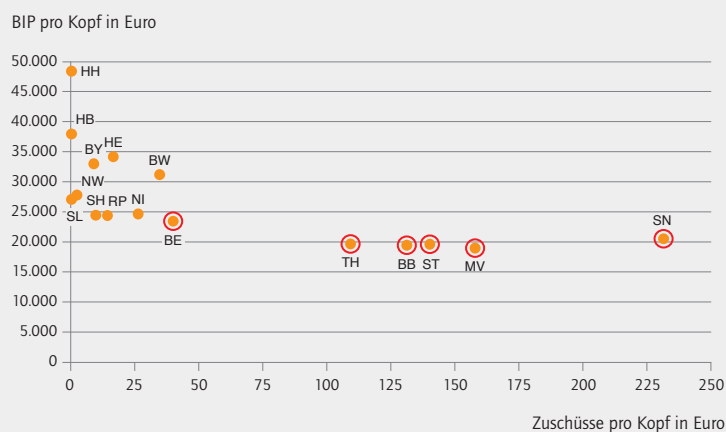
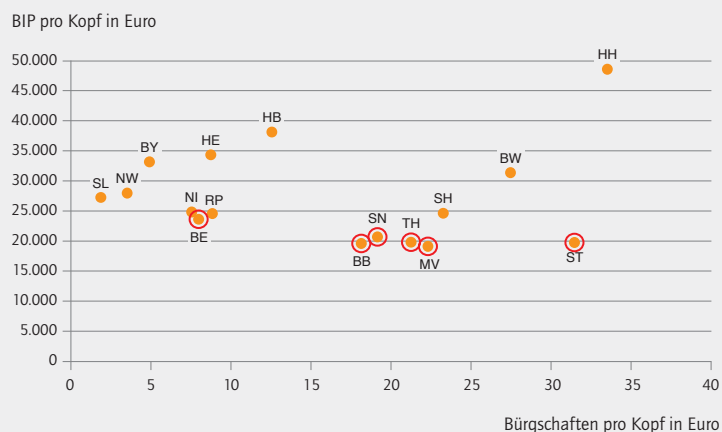


Abbildung 10: Bewilligte Bürgschaften (pro Kopf) im Verhältnis zum BIP (pro Kopf) für die 16 Bundesländer



Auffällig ist, dass Zuschüsse (pro Kopf) tendenziell in denjenigen Regionen eine prominente Rolle spielen, in denen das BIP pro Kopf vergleichsweise gering ist (siehe Abbildung 9). Diese Beobachtung kann anzeigen, dass Zuschüsse erwartungsgemäß nach dem Bedarfsprinzip vergeben werden. Sie kann jedoch auch ein Indiz dafür sein, dass Unternehmer aus schwächeren Wirtschaftsregionen besonders risikoavers sind und daher verstärkt nach Förderungen Ausschau halten, die keine finanziellen Verpflichtungen für die Zukunft beinhalten.

Die regionale Beteiligungsförderung wird vom *Bundesverband öffentlicher Banken e. V.* nicht explizit ausgewiesen. Daher ist zu vermuten, dass sie im Vergleich zu den anderen Instrumenten bis dato quantitativ keine nennenswerte Rolle spielt.

6 Die Effektivität von Förderbanken

Die Verwendung öffentlicher Mittel zur Unterstützung der mittelständischen Wirtschaft setzt neben der Einsicht in die Notwendigkeit im Prinzip auch voraus, dass ein volkswirtschaftlicher Nettonutzen entsteht, der sich auf die Förderaktivität zurückführen lässt. Eine Garantie für einen solchen Nettonutzen gibt es nicht. So ist es durchaus denkbar, dass die Aktivitäten der Förderbanken zwar auf die Beseitigung des Marktversagens zielen, bei der Verfolgung dieser Zielsetzung jedoch ungewollt volkswirtschaftliche Schäden nach sich ziehen. Zum Beispiel kann es zur Verdrängung der entsprechenden privatwirtschaftlichen Initiative (Crowding-out) kommen und/oder die Förderung kann durch Unternehmen in Anspruch genommen werden, die nicht zur Zielgruppe gehören (Mitnahmeeffekte). Bei der bloßen Betrachtung des quantitativen Ausmaßes der Förderung bleiben diese unerwünschten Nebeneffekte naturgemäß im Verborgenen. Um die Nettoeffekte der Förderung abschätzen zu können, werden daher entweder makroökonomische Simulationsstudien durchgeführt oder auf der Mikroebene der Unternehmen die Auswirkungen der Förderung untersucht. Im Folgenden referieren wir einige wesentliche Befunde der Wirkungsforschung.

Belitz/Fleischer/Stephan führen eine Wirkungsanalyse der Förderung von Forschung und Entwicklung (FuE) sowie der Innovationen in ostdeutschen Unternehmen durch.⁴⁹ Diese Förderung durch das *Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi)* sowie das *Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF)* umfasst auch Pro-

49 Vgl. *Belitz/Fleischer/Stephan* (2001), S. 537 ff.

gramme zur Gründungs- und Projektförderung bei technologieorientierten Unternehmen in Form von Zuschüssen und Beteiligungen. Den befragten Unternehmen standen darüber hinaus auch die bundesweiten FuE-Förderprogramme z. B. in Form von Kredit- und Beteiligungsprogrammen der KfW zum Teil mit Sonderkonditionen offen. Die Befunde stützen die These von der öffentlichen FuE-Förderung als Impulsgeber für mehr Wachstum. Die öffentliche Förderung stimuliert die FuE-Anstrengungen der ostdeutschen KMU. Ein höheres FuE-Potenzial wiederum zieht ein signifikant höheres Umsatzwachstum nach sich. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch Czarnitzki.⁵⁰ Die Hypothese eines privatwirtschaftlichen Crowding-out durch die staatliche Förderung der FuE-Aufwendungen wird in der Untersuchung verworfen.

Almus/Prantl analysieren die Auswirkungen einer Förderung junger Unternehmen durch die ehemalige *Deutsche Ausgleichsbank (DtA)* im Rahmen von Kredit- und Beteiligungsprogrammen.⁵¹ Kriterien für die Effektivität der Förderung sind Überlebenswahrscheinlichkeit und Beschäftigungswachstum im Vergleich zu einer nicht geförderten Kontrollgruppe. Dabei wird die Kontrollgruppe mit Hilfe eines statistisch-ökonomischen Verfahrens so konstruiert, dass die Unternehmen der Stichprobe mit Ausnahme der Förderung weitgehend ähnliche Merkmale aufweisen. Die gefundenen Unterschiede in der Unternehmensentwicklung können so kausal auf die Förderung zurückgeführt werden. Die Befunde zeigen, dass die geförderten Unternehmen aus dem Handels- und Dienstleistungsbereich eine höhere Überlebenschance haben als die Vergleichsunternehmen. Ein kausaler Effekt zwischen Förderung und Beschäftigungswachstum ist für Unternehmen ohne Haftungsbeschränkung sowie für Unternehmen außerhalb des Bau- und Dienstleistungsgewerbes festzustellen.

Für die dritte Säule, die Bürgschaftsbanken, existieren mittlerweile ebenfalls einige wenige Untersuchungen, die explizit auf Daten aus Stichproben von geförderten Unternehmen zurückgreifen. In einer Simulationsstudie zum volkswirtschaftlichen Gesamtnutzen von Bürgschaftsbanken in Deutschland errechnen Schmidt/van Elkan ein zusätzliches, jährliches Bruttoinlandsprodukt von 3,2 Mrd. EUR, das durch die Aktivität der deutschen Bürgschaftsbanken zwischen 1996 bis 2002 entstanden ist.⁵² Der kalkulierte jährliche Beschäftigungszuwachs

50 Vgl. Czarnitzki (2001), S. 560.

51 Vgl. Almus/Prantl (2002), S. 179 ff. Die DtA ist 2003 in der KfW Mittelstandsbank aufgegangen.

52 Vgl. Schmidt/van Elkan (2006), S. 26.

liegt bei durchschnittlich 12.900 Erwerbstätigen und durchschnittlich 9.100 weniger Arbeitslosen. Die Autoren schätzen auf Basis dieser Schlüsselzahlen, dass die Beiträge des Unternehmenssektors zu den Sozialversicherungsbeiträgen um durchschnittlich 60 Mio. EUR pro Jahr, und zum Steueraufkommen um durchschnittlich mehr als 600 Mio. EUR pro Jahr ansteigen. Einen stärker mikroökonomisch orientierten Ansatz wählen *Neuberger/Räthke* bei der Evaluation der Aktivitäten der Bürgschaftsbanken in Mecklenburg-Vorpommern.⁵³ Die Basis der Untersuchung ist eine Befragung der geförderten Unternehmen. Die gefundenen Effekte auf Unternehmenswachstum, Beschäftigung und Finanzierung sind auch hier positiv.

Ähnliche, der Öffentlichkeit zugängliche Untersuchungen zu Unternehmen, die von den regionalen Förderbanken unterstützt werden, fehlen bislang ebenso wie neuere Untersuchungen zu den Wirkungen von KfW-Programmen auf die Überlebenschance der geförderten KMU im Vergleich zu nicht geförderten KMU. Solche Analysen erscheinen dringend notwendig, will man den spezifischen Beitrag der Förderbanken zur Unternehmensentwicklung und zum regionalen wie überregionalen Wirtschaftswachstum hierzulande herausarbeiten.

7 Schlussfolgerungen und Fazit

Sind Förderbanken in der Unternehmensfinanzierung noch zeitgemäß? Auf Basis der vorangegangenen Abschnitte lässt sich diese Frage mit einem klaren Ja beantworten. Die Struktur der Unternehmenslandschaft in Deutschland deutet darauf hin, dass Marktversagen und mangelnder Zugang zu Krediten und Beteiligungen eine signifikante Rolle in der Unternehmensfinanzierung spielen. Die demografische Entwicklung wird die Bedeutung von Finanzierungsbeschränkung vermutlich erhöhen und damit eher zu einem Aufgabenzuwachs bei den Förderbanken führen. Die bisherigen Befunde zu den Auswirkungen der Förderaktivität sind überwiegend positiv und lassen den Schluss zu, dass die Förderung der KMU-Finanzierung trotz vorhandener Risiken von Mitnahmeeffekten oder Crowding-out einen Nettonutzen zeitigt.

Die Bilanz ist allerdings auch mit einem Makel versehen. Dieser liegt in dem nach wie vor spärlichen Wissen um die konkreten Wirkungen der Aktivitäten von regionalen und nationalen Förderbanken auf die Unternehmen. Geringe und wenig spezifische Evidenz wirft immer die Frage nach der Robustheit der Befunde auf. Damit die ökonomi-

53 Vgl. *Neuberger/Räthke-Döppner* (2008), S. 14 ff.

sche Wirkungsforschung auf diesem Gebiet weiter vorangetrieben werden kann, ist es wünschenswert, dass Förderbanken in verstärktem Maße Mikrodaten von geförderten Unternehmen öffentlich zugänglich machen.

Abkürzungsverzeichnis

<i>BAB</i>	Bremer Aufbau-Bank GmbH
<i>HWK</i>	Hamburgische Wohnungsbaukreditanstalt
<i>IBB</i>	InvestitionsBank Berlin
<i>IBSA</i>	InvestitionsBank Sachsen-Anhalt
<i>ILB</i>	Investitionsbank des Landes Brandenburg
<i>ISB</i>	Investitions- und Strukturbank Rheinland-Pfalz
<i>ISH</i>	Investitionsbank Schleswig-Holstein
<i>L-Bank</i>	Landeskreditbank Baden-Württemberg
<i>LfA-Bayern</i>	Förderbank Bayern
<i>LFI-MV</i>	Landesförderinstitut Mecklenburg-Vorpommern
<i>IBH</i>	Investitionsbank Hessen
<i>NBANK</i>	Investitions- und Förderbank Niedersachsen GmbH
<i>NRW.BANK</i>	Förderbank für das Land Nordrhein-Westfalen
<i>SAB</i>	Sächsische Aufbaubank – Förderbank
<i>SIKB</i>	Saarländische Investitionskreditbank AG
<i>TAB</i>	Thüringer Aufbaubank

Quellenverzeichnis

- ▶ Allen, E./Langowitz, N./Minniti, M. (2006): Global Entrepreneurship Monitor (GEM 2006), Report on Women and Entrepreneurship, Technical report, online: http://www.gemcon-sortium.org/download/1212862999190/GEM_2006_Womens_Report_May_07.pdf, Stand: Mai 2007, Abruf: 06.06.2008.
- ▶ Almus, M. /Prantl, S. (2002): Die Auswirkungen öffentlicher Gründungsförderung auf das Überleben und Wachstum junger Unternehmen – Start-up Assistance and Firm Performance, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Band 222, Stuttgart 2002, S. 161–185.
- ▶ Aschhoff, B./Doherr, T./Köhler, C./Peters, B./Rammer, C./Schubert, T./Schwie-bacher, F. (2008): Indikatorenbericht zur Innovationserhebung 2007, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim 2008.
- ▶ Atkinson, A. (2006): Migrants and Financial Services – A Review of the Situation in the United Kingdom, Working Paper, Personal Finance Research Centre, Bristol 2006.

- ▶ Belitz, H./Fleischer, F./Stephan, A. (2001): Staatliche Förderung von Forschung und Entwicklung in der ostdeutschen Wirtschaft — Eine Bilanz, DIW Wochenbericht 35/01, Berlin 2001.
- ▶ Berglöf, E. (1991): Corporate Control and Capital Structure, Stockholm 1991.
- ▶ Berglöf, E./Van Thadden, E.-L. (1994): Short-Term versus Long-Term Interests – Capital Structure with Multiple Investors, in: Quarterly Journal of Economics, 109. Jg., 1994, S. 1055–1085.
- ▶ Bester, H. (1994): The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation, in: Journal of Money, Credit, and Banking, 26. Jg., 1994, S. 72–86.
- ▶ Blanchflower, D. G./Levine, P. B./Zimmerman, D. J. (2003): Discrimination in the small-business credit market, in: Review of Economics and Statistics, 85. Jg., 2003, S. 930–943.
- ▶ Bruder, J./Neuberger, D./Räthke-Döppner, S. (2007): Financial Constraints of Ethnic Entrepreneurship – Evidence from Germany, in: Thünen-Reihe Angewandter Volkswirtschaftstheorie, Working Paper No. 84, Rostock 2007.
- ▶ Bundesministerium für Arbeit und Soziales (2005): Migration und Bevölkerung, Newsletter 5/2005, online: http://www.migrationinfo.de/migration_und_bevoelkerung/archiv/ausgaben/ausgabe0505.htm, Stand: 2005, Abruf: 11.06.2008.
- ▶ Bundesverband öffentlicher Banken e. V. (2006a): Förderstatistik 1997–2006, online: www.voeb.de/download/publikation_foerderstatistik.pdf, Stand: November 2007, Abruf: 09.06.2008.
- ▶ Bundesverband öffentlicher Banken (2006b): Demographie ist Gegenwart – Förderbanken in der Verantwortung, online: www.voeb.de/download/publikation_demographiegegenwart.pdf, Stand: März 2006, Abruf: 07.06.2008.
- ▶ Czarnitzki, D. (2001): Die Auswirkungen der Forschungs- und Technologiepolitik auf die Innovationsaktivitäten ostdeutscher Unternehmen, in: Schmollers Jahrbuch – Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 121. Jg., 2001, S. 539–560.
- ▶ Cavalluzzo, K. S./Cavalluzzo, L. C. (1998): Market Structure and Discrimination – The Case of Small Businesses, in: Journal of Money, Credit, and Banking, 30. Jg., 1998, S. 771–92.
- ▶ Cavalluzzo, K. S./Cavalluzzo, L. C./Wolken, J. D. (2002): Competition, Small Business Financing, and Discrimination – Evidence from a New Survey, in: Journal of Business, 75. Jg., 2002, S. 641–679.
- ▶ Chang, C. (1992): Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors, in: Journal of Finance, 47. Jg., 1992, S. 1141–1158.
- ▶ Chemla G. M./Habib, M./Ljungqvist A. (2002): An Analysis of Shareholder Agreements, Working Paper, UBC and CEPR, LBS, and

- NYU and CEPR, online: www.ecgi.org/conferences/new_economy/chemla.pdf, Stand: März 2002, Abruf: 09.06.2008.
- ▶ Constant, A./Shachmurove, Y./Zimmermann, K. F. (2007): What Makes an Entrepreneur and Does it Pay? – Native Men, Turks and Other Migrants in Germany, in: *International Migration*, 45. Jg., 2007, S. 69–98.
 - ▶ Constant, A./Zimmermann, K. F. (2004): Self-Employment Dynamics Across the Business Cycle – Migrants Versus Natives, in: IZA Discussion Paper, Nr. 1386, Bonn 2004.
 - ▶ Deutsche Bundesbank (2006) (Hrsg.): Zur Wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 2006, Frankfurt am Main 2006.
 - ▶ Dewatripont, M./Tirole, J. (1994): A Theory of Debt and Equity – Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence, in: *Quarterly Journal of Economics*, 109. Jg., 1994, S. 1027–1054.
 - ▶ Elsas R. (2002): Why Do Banks View Themselves as a Relationship Lender?, Working Paper, Department of Finance, Goethe-Universität Frankfurt am Main 2002.
 - ▶ Hart, O./Moore, J. (1994): A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital, in: *Quarterly Journal of Economics*, 109. Jg., 1994, S. 841–879.
 - ▶ Kay, R. (2008): Existenzgründungen von Frauen, Vortrag auf dem Workshop „Ich allein?! Mehr als ich! Zukunft für Frauen – Selbständig in der Kreativwirtschaft“, Köln am 24. April 2008, online: <http://ifm-bonn.org/assets/documents/Kay-24-04-2008.pdf>, Stand: 24.04.2008, Abruf: 08.06.2008.
 - ▶ Kless S./Veldhues, B. (2005): Ausgewählte Ergebnisse für kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland 2005, Statistisches Bundesamt, Wirtschaft und Statistik 3/2008, Wiesbaden 2005.
 - ▶ Krahn, J.-P. (2005): Der Handel von Kreditrisiken – Eine neue Dimension des Kapitalmarktes, Working Paper Series: Finance & Accounting, Nr. 152, Frankfurt am Main 2005, online: www.ifk-cfs.de/papers/05_05.pdf, Stand: Mai 2005, Abruf: 08.06.2008.
 - ▶ KfW Bankengruppe (2006) (Hrsg.): Unternehmensbefragung 2006, Frankfurt am Main, online: www.KfW.de/DE_Home/Presse/Pressekonferenzen/PDF-Dokumente/060907_Studie_Unternehmensbefragung.pdf, Stand: 06.09.2007, Abruf: 07.06.2008.
 - ▶ KfW Research (2007): Unternehmensgründungen von Personen mit Migrationshintergrund. Nr. 27, Frankfurt am Main 2007.
 - ▶ Lehmann, E./Neuberger, D./Räthke, S. (2004): Lending to Small and Medium-Sized Firms – Is there an East-West Gap in Germany?, in: *Small Business Economics*, 23. Jg., 2004, S. 23–39.

- ▶ Leicht, R./Leiss, M./Hermes, K. (2006): Bedeutung der ausländischen Selbständigen für den Arbeitsmarkt und den sektoralen Strukturwandel, Expertise für das Bundesamt für Migration und Flüchtlinge, Mannheim 2006, online: www.ifm.uni-mannheim.de/unter/pub/BAMF.pdf, Stand: April 2006, Abruf: 09.06.2008.
- ▶ Muravyev, A./Schäfer, D./Talavera, O. (2007): Entrepreneurs' gender and financial constraints – evidence from international data, DIW Berlin Diskussionspapier 706, Berlin 2007.
- ▶ Neuberger, D./Räthke-Döppner, S. (2008): Wirksamkeit von Landesbürgschaften und Bürgschaftsbanken: eine empirische Studie für Mecklenburg-Vorpommern, in: *Thuenen Series of Applied Economic Theory*, Nr. 87, Rostock 2008.
- ▶ Rammer, C. (2004): FuE-Verhalten von jungen Unternehmen in Deutschland – eine Panelanalyse für den Zeitraum 1998–2003, in: *Bundesministerium für Bildung und Forschung* (Hrsg.), *Studien zum deutschen Innovationssystem* Nr. 8, Berlin 2005.
- ▶ Sachverständigenrat (2005): Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2005), Jahresgutachten: 2005/06, „Die Chance nutzen – Reformen mutig voranbringen“, 7. Kapitel: Kapitalmarkt und Finanzintermediäre – Unternehmensfinanzierung im Wandel, online: www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/gao5-vii.pdf, Stand 2005, Abruf: 08.06.2008.
- ▶ Schäfer, D. (2002): Restructuring Know How and Collateral, in: *Kredit und Kapital*, 35. Jg., 2002, S. 572–594.
- ▶ Schäfer, D. (2004): The New Basel Accord and its Impact on Small and Medium-sized Companies, in: *Economic Bulletin*, 40. Jg., 2004, S. 209–214.
- ▶ Schäfer, D./Schilder, D. (2007): Smart capital in German start-ups – an empirical analysis, in: *Jena Economic Research Papers*, Nr. 2007-015, Jena 2007.
- ▶ Schäfer, D./Talavera, O. (2005): Entrepreneurship, Windfall Gains and Financial Constraints – Evidence from a Cross-Country Study, Discussion Paper DIW Berlin, Berlin 2005.
- ▶ Schäfer, D./Talavera, O. (2006): Small-scale Business Survival and Inheritance: Evidence from Germany, Discussion Paper DIW Berlin (erscheint demnächst in: *Small Business Economics*).
- ▶ Schäfer, D./Werwatz, A./Zimmermann, V. (2004): The Determinants of Debt and (Private-) Equity Financing – The Case of Young, Innovative SMEs from Germany, in: *Industry and Innovation*, 11. Jg., 2004, S. 225–248.
- ▶ Schäfer, D./Werwatz, A./Zimmermann, V. (2005): Kredit- und Beteiligungsfinanzierung in jungen innovativen kleinen und mittleren Unternehmen in Deutschland, in: *DIW* (Hrsg.), *Wochenbericht* DIW Berlin, Nr. 40/2005, Berlin 2005.

- ▶ Schmidt, A.G./van Elkan, M. (2006): Der gesamtwirtschaftliche Nutzen der deutschen Bürgschaftsbanken, Trier 2006.
- ▶ Schmidt, K. M. (2002): Convertible Securities and Venture Capital Finance, Working Paper, Ludwig Maximilians-Universität München (erscheint in Journal of Finance).
- ▶ Statistisches Bundesamt (2008) (Hrsg.): Unternehmen und Arbeitsstätten – Insolvenzverfahren, Fachserie 2, Reihe 4.1, Wiesbaden 2008.
- ▶ Stiglitz, J. E./Weiss, A. (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: American Economic Review, 71. Jg., 1981, S. 393–410.



Europa braucht eine zentrale Finanzaufsicht

von Mechthild Schrooten

Die Finanzwelt kommt nicht zur Ruhe – auch diesseits des Atlantiks. Binnen zwei Wochen werden in der deutschen Bankenbranche zwei Milliarden-geschäfte abgewickelt: Die Commerzbank übernimmt die Dresdner Bank, die Deutsche Bank steigt bei der Postbank ein. Es geht um Größe und Effizienz und darum, noch größere Global Player entstehen zu lassen. Indes zeigen deutliche Kursverluste, dass die Aktienmärkte diese Pläne nicht uneingeschränkt gutheißen.

Die aktuellen Zusammenschlüsse verändern das deutsche Bankensystem nachhaltig. Doch dass Größe nicht immer Effizienz bedeutet, zeigen die seit Monaten wiederkehrenden Negativmeldungen aus der amerikanischen Finanzwelt. Dort sind es gerade die großen Kreditinstitute, denen das Ruder aus der Hand gleitet – und die über Nacht in einem schwarzen Loch verschwinden. Wie der Zauberlehrling so rufen die Banken inzwischen zunehmend nach einem Meister, der die Probleme behebt. Doch wer kann diese Rolle übernehmen?

Die führenden Notenbanken haben sofort reagiert, als es um die Illiquidität des Bankensektors ging: Mit milliardenschweren Geldinjektionen versuchten sie, die angespannten Märkte zu beruhigen. Doch mittlerweile hat sich die Liquiditätskrise zur Solvenzkrise gemausert. Es geht nicht länger nur um die kurzfristige Beschaffung von frischem Geld, sondern um die Zahlungsfähigkeit einer ganzen Reihe von Kreditinstituten. Langfristig kann die Verstaatlichung wohl kaum ein ganzes System retten. Auch Deutschland kann sich noch längst nicht auf trockenem Boden wähen. Daher ist Prävention gefordert, und dazu ist eine leistungsfähige Finanzaufsicht unabdingbar.

Aber wie reagiert die deutsche Bankenaufsicht auf die aktuellen Entwicklungen? Bislang im Wesentlichen passiv – das ist fatal. Auch schien die nationale Aufsichtsbehörde regulativ weitgehend abwesend, als die Kreditinstitute immer größere Mengen Subprime-Kredite in ihr Portfolio nahmen. Diese Tatenlosigkeit verdeutlicht, dass in Zeiten der Europäisierung und Internationalisierung eben auch die Europäisierung und Internationalisierung von Behörden durchaus sinnvoll sein kann. Ein bisschen Personalaustausch zwischen den einzelstaatlichen Behörden wie derzeit üblich reicht dazu nicht aus. Was Europa braucht, ist ein über nationale Grenzen hinausreichender



DIW Wochenbericht
39/2008,
S. 594,
Kommentar

Ordnungsrahmen: die Schaffung einer leistungsfähigen europäischen Finanzaufsicht.

Damit muss nicht zwangsläufig ein Mehr an Bürokratie einhergehen. Vielmehr kann es gerade durch die Vereinheitlichung von Spielregeln zu einem Mehr an Transparenz kommen. Davon dürften dann nicht nur Geschäftsbanken und Anleger profitieren – die Etablierung einer europäischen Finanzaufsicht wäre ein starkes Signal an die internationalen Finanzmärkte und zugleich ein wichtiger Schritt für Europa.

Internationale Finanzkrise: Leistungsfähiges Frühwarn- system notwendig

von Mechthild Schrooten

Ziemlich genau vor einem Jahr wurde das bis dahin als stabil und weitgehend stressresistent geltende deutsche Finanzsystem aus einem Tiefschlaf gerissen. Meldungen über notwendige Milliardenabschreibungen, (Fast-)Insolvenzen, Verwerfungen auf dem Interbankenmarkt sowie über umfangreiche Liquiditätsbereitstellungen der Europäischen Zentralbank und der US-Notenbank jagen seitdem durch die Gazetten. Was war passiert? Kreditinstitute, auch solche, deren Namen der Öffentlichkeit bis dato eher weniger bekannt waren, hatten sich auf ein lukrativ erscheinendes, aber zugleich hochgradig risikobehaftetes Parkett begeben: auf den Markt für sogenannte US-amerikanische Subprime-Kredite. Offensichtlich konnte dieser Schritt weitgehend unbemerkt von bankenaufsichtsrechtlichen Instanzen, Verbänden der Kreditwirtschaft und sonstigen in die Prüfung von Bankgeschäften und ihrem Risiko einbezogenen Organen vollzogen werden.

Auch heute kann die US-amerikanische Subprime-Krise keineswegs als überwunden gelten. Offenbar liegen weder den Aufsichtsbehörden noch den betroffenen Kreditinstituten abschließende, belastbare Zahlen über das Ausmaß und die Kosten vor. In der Vergangenheit hatten private Rating-Agenturen die Rolle übernommen, durch ihre Bewertungen scheinbar objektive Informationen über das Risiko gehandelter Kreditpakete zu liefern. Dabei haben sie weitgehend versagt. Die Krise lässt also Grenzen der Leistungsfähigkeit privater Aufsichtssysteme erkennen. Aber auch staatliche Aufsichtsbehörden können nur so gut sein, wie es der unterliegende Gesetzesrahmen zulässt.

Kritikern ausufernder staatlicher Regulierung sei versichert, dass es jetzt nicht um mehr oder weniger Regulierung geht. Eine solche Frage trifft nicht den Kern. Es geht nicht um die Quantität der Vorschriften, es geht um deren Qualität und Konsistenz – und um ein Frühwarnsystem. In Deutschland haben BaFin und Deutsche Bundesbank gerade ihre Zuständigkeiten neu geordnet. Diese strukturelle Veränderung allein wird in Zukunft kaum garantieren können, dass eine Finanzkrise wie die US-amerikanische Subprime-Krise keine Folgen für die deutsche Kreditwirtschaft hat. Entwicklungen wie die Subprime-Krise gehen in erster Linie auf das strukturelle Überschätzen der Leistungsfähigkeit moderner Finanzierungsinstrumente zurück. Hier ist die



DIW Wochenbericht
32/2008,
S. 460,
Kommentar

internationale Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden gefragt. Die internationale Harmonisierung von Bewertungsvorschriften und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen bietet einen Ansatzpunkt zur konsistenten Informationsgewinnung. Würden diese Informationen dann noch in ein leistungsfähiges Frühwarnsystem eingespeist, so bestünde die Chance, etwaige Verwerfungen auf dem Finanzmarkt bereits im Vorfeld zu erkennen.

Finanzkrise: „Verantwortung und Haftung gehören zusammen“

von Mechthild Schrooten

Warum engagieren sich Landesbanken auf dem Markt für risikoreiche Kredite in den USA? Formal dienen die Landesbanken der Refinanzierung der Sparkassen; sie haben einen öffentlichen Auftrag. Bereits vor der aktuellen Zuspitzung in der Finanzbranche galten die Landesbanken in der Summe als eher renditeschwach. Bei einzelnen Instituten ist dieses Phänomen besonders stark ausgeprägt. Erklärt diese Renditeschwäche allein das umfangreiche Engagement der Landesbanken auf dem Markt für US-amerikanische Risikokredite? Bestenfalls ansatzweise. Zwar war klar, dass nach der Abschaffung der umfassenden staatlichen Haftung im Jahr 2005 bei den Landesbanken die Rendite weiter sinken könnte. Aber nun scheint es so, dass gerade die Veränderungen der staatlichen Haftungsbedingungen das Engagement auf dem Kreditmarkt forcierte, denn für die vor dem Stichdatum eingegangenen Verträge gelten Übergangsfristen, während derer die staatliche Haftung weiter besteht.

So wundert es dann auch nicht, wenn es in diesem Zuge zu einer erheblichen Ausweitung der Geschäftstätigkeiten der Landesbanken kam. Für die jetzt die Bilanzen belastenden Geschäfte auf dem US-amerikanischen Markt wurden Zweckgesellschaften gegründet. Diese wurden außerbilanziell geführt. Die Rechtslage ließ diese kreative Umschiffung der Bankenaufsicht zu. Es ging darum, die Chance hoher Renditen zu nutzen – doch das Risiko wurde falsch eingeschätzt. Der fatale Ausgang dieser Geschäfte dürfte nun auch Gegner staatlicher Aufsicht deren Notwendigkeit erkennen lassen. Denn offenkundig versagten die bankinternen Aufsichtsinstanzen. Auch die Aufsichtsräte und Vorstände betroffener privater Kreditinstitute geben sich heute überrascht über den Umfang der nun notwendigen Wertberichtigungen.

Für die Landesbanken gilt: Es wird nicht ausbleiben, dass ihre Zahl deutlich zurückgeht. Allerdings ist davon allein noch keine Heilung zu verspüren. Es geht hier um eine Finanzkrise, die auch die anderen Säulen des Bankensystems betrifft. Diese Finanzkrise ist eine Systemkrise. Zweitrundeneffekte, verursacht etwa durch eine zu restriktive Kreditvergabe, sind wahrscheinlich. Um verlorenes Vertrauen auch nur ansatzweise zurückgewinnen zu können, muss eine simple Regel



Schrooten 2008

DIW Wochenbericht
17/2008,
S. 224,
Kommentar

wieder an Bedeutung gewinnen: Entscheidungskompetenz, Verantwortung und Haftung für die getroffenen Entscheidungen gehören zusammen. Daran werden auch die betroffenen Banken, Aufsichtsräte, Vorstände und Manager nicht vorbeikommen. Denn was die Anpassung der zukünftigen Geschäftstätigkeit anbelangt, gilt hier auf jeden Fall: Das Eigentliche steht noch bevor.

Banken und Hedgefonds: Streng regulieren, aber nur im absoluten Notfall direkt unter die Arme greifen

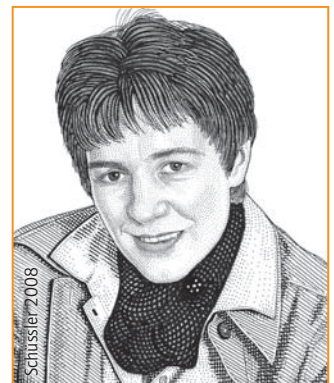
von Dorothea Schäfer

Im Mutterland der freien Marktwirtschaft, den USA, rufen Investment-Banker plötzlich nach einer All-Finanzmarktaufsicht. In Deutschland warten ausgewiesene Anhänger der „unsichtbaren Hand“ mit Forderungen nach staatlicher Unterstützung auf. In Großbritannien wird ernsthaft über den Aufkauf von hypotheckenbesicherten Anleihen durch die Zentralbank diskutiert. Nichts kann die weltweite Verunsicherung der Finanzmarktakteure besser verdeutlichen als der Ruf nach dem Staat. Sollte der Staat zu dem, von den Finanzmarktteilnehmern ersehnten, großen Befreiungsschlag ausholen? Die Antwort darauf ist ein klares Nein.

Von einem Aufkauf oder Umtausch riskanter Hypothekenanleihen in sichere Staatspapiere durch die Zentralbank würde die Botschaft ausgehen, spekulative Übertreibungen bleiben ungestraft, wenn nur eine genügend große Anzahl von Banken und Hedgefonds daran beteiligt ist. Ein solches Signal kann niemand wollen, unterminiert es doch die nötige Lernbereitschaft und den Willen zur Verhaltensänderung. Aktionäre müssen ihr Kapital im Extremfall auch verlieren können, genauso wie Management und Händler ihre Arbeitsplätze. Keinesfalls darf der Staat sich dafür hergeben, in die Rolle von Investmentbankern oder Hedgefonds zu schlüpfen, eine Rolle, die er, wie man von den Landesbanken weiß, ohnehin nur unzureichend auszufüllen kann.

Den großen Befreiungsschlag zu initiieren, ist zuallererst die Aufgabe der Finanzinstitute selbst. Deren Eigenkapitaldecke ist offensichtlich häufig viel zu dünn. Das Gebot der Stunde lautet daher: Stärkung der Eigenkapitalbasis. Im Prinzip stehen genügend Investoren bereit. Was fehlt, ist die Kenntnis der Risikoposition der Finanzinstitute und das Vertrauen. Offenheit und intensive Kommunikation von Zahlen und Investitionsstrategien ist daher eher angebracht als der Ruf nach dem Staat.

Soll der Staat demnach nur an der Seitenlinie stehen und zusehen wie sich die Finanzmärkte von Zeit zu Zeit, insbesondere im Überschwang der Möglichkeiten innovativer Finanzinstrumente, an den Abgrund



DIW Wochenbericht
15/2008,
S. 196,
Kommentar

manövrieren? Auch dieser Extremposition ist eine klare Absage zu erteilen. Im Notfall, wenn die Folgen der Insolvenz einer Bank oder eines Fonds für das Funktionieren des gesamten Finanzsystems unkalculierbar sind, muss der Steuerzahler im eigenen Interesse in den sauren Apfel beißen. Rettungsaktionen à la IKB, Northern Rock oder Bear Stearns münden oft in die vollständige Übertragung des Eigentums an den Staat beziehungsweise den Steuerzahler. Das ist schmerzlich für die Altaktionäre, aber unerlässlich für die nachhaltige Disziplinierung der Finanzmarktakteure.

Der Staat ist zudem gut beraten, die Finanzmarktaufsicht weiter auszubauen. Zur Regulierung von Hedgefonds und international tätigen Investmentbanken bietet es sich an, ein supranationales Aufsichtsgremium nach dem Vorbild des „Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht“ zu etablieren. Ergänzend dazu muss das für Geschäftsbanken geltende Basel II-Regelwerk noch einmal gründlich auf seine Tauglichkeit unter den Bedingungen des Kreditverkaufs überprüft werden. Nicht zuletzt muss Basel II endlich auch in den USA für alle Banken verbindlich umgesetzt werden.



Über die Autoren:

Badunenko, Dr. Oleg
DIW Berlin, obadunenko@diw.de

Barasinska, Nataliya
DIW Berlin, nbarasinska@diw.de

Bernoeth, Dr. Kerstin
DIW Berlin, kbernoeth@diw.de

Dreger, PD Dr. Christian
DIW Berlin, cdreger@diw.de

Erber, Dr. Georg
DIW Berlin, gerber@diw.de

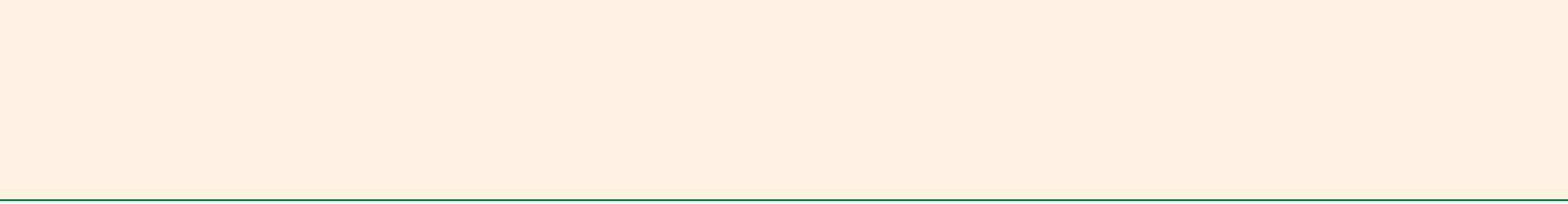
Ketzler, Dr. Rolf
DIW Berlin, rketzler@diw.de

Pick, Andreas
De Nederlandsche Bank, University of Cambridge, CIMF,
andreas.pick@cantab.net

Schäfer, PD Dr. Dorothea
DIW Berlin, Freie Universität Berlin, dschaefer@diw.de

Schrooten, Prof. Dr. Mechthild
Hochschule Bremen, Forschungsprofessorin DIW Berlin,
mschrooten@diw.de

Zimmermann, Prof. Dr. Klaus F.
DIW Berlin, IZA, CEPR, Universität Bonn, praesident@diw.de





Die Krise – Was auf den Finanzmärkten geschah und was jetzt zu tun ist

Staatsgarantien, „Bad Banks“, Finanzmarktarchitektur – die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat das Vokabular der öffentlichen Diskussion um neue Begriffe erweitert. Aus neuen Begriffen entstehen auch immer neue Fragen: Darf der Staat Banken retten? Und wenn ja, sollte er dann auch andere Unternehmen retten? Was bringt eine „Bad Bank“? Und wie lassen sich Finanzmarktkrisen in Zukunft verhindern?