

Bad Banks: Überzeugt das Konzept der Bundesregierung?

Am 3. Juli 2009 verabschiedete die Bundesregierung das Bad-Bank-Gesetz mit dem Ziel, die Bankbilanzen zu entlasten und eine drohende Kreditklemme abzuwenden. Ist dieses Modell überzeugend?

Bad Bank: ein alternativer Vorschlag

Der Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Einrichtung privater Bad Banks enthält erhebliche Risiken, weil er die Anreize der Banken verzerrt. Die Bad Bank ist auch kein effizientes Instrument zur Rekapitalisierung der Banken. Vielmehr sollte sie sich auf die Lösung des Lemon-Problems im Bankensektor konzentrieren. Hierzu sollte sie Assets in einer Auktion aufkaufen. Eine Rekapitalisierung der Banken sollte danach durchgeführt werden.

Bad Bank kein Instrument der Rekapitalisierung

In der gegenwärtigen Diskussion wird die Notwendigkeit einer Bad Bank immer wieder mit dem Hinweis auf die derzeitige Unterkapitalisierung der Banken begründet. Tatsächlich sind große Teile des Eigenkapitals der Banken infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise aufgezehrt. Darüber hinaus verlangen Rating-Agenturen und Anleger zur Kompensation weiterer noch zu befürchtender Abschreibungen gegenwärtig eine deutlich höhere Eigenkapitalquote als vor der Krise. Will man also vermeiden, dass Banken ihre Eigenkapitalquote stärken, indem sie ihre Bilanz verkürzen und dementsprechend ihre Kreditvergabe senken, ist eine Rekapitalisierung nötig. Die Frage ist allerdings: Sollte dies durch eine Bad Bank geschehen? Unserer Ansicht nach nicht.

Staatliche Rekapitalisierung sollte nach gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrts Gesichtspunkten erfolgen. Die Folgeschä-

den, die eine rückläufige Kreditvergabe oder gar der Zusammenbruch jeder einzelnen Bank nach sich zieht, müssen sorgsam den fiskalischen Kosten einer individuellen Rekapitalisierung gegenübergestellt werden. Solche Banken, bei denen eine Unterkapitalisierung die gravierendsten Folgen für die Wohlfahrt hat, sollten diskretionär und im Austausch gegen Kontrollrechte vom Staat Kapitalspritzen erhalten. Solche Banken, bei denen die gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Abwicklung nicht die fiskalischen Kosten einer Rekapitalisierung aufwiegen, sollten eben gerade keine Rekapitalisierung durch den Staat erhalten.

Zentrale Idee einer Bad Bank ist eigentlich, bestimmte Vermögenswerte vom Bankensektor zu einem möglichst homogenen und transparenten Preis zu übernehmen. Nur wenn dieser Preis über den jeweiligen Buchwerten der Aktiva in den Bankbilanzen liegt, führt ein solcher Kauf von Vermögenswerten zu einer Rekapitalisierung. In welchem Umfang eine Bank von einer solchen Rekapitalisierung profitiert, hängt dabei ausschließlich davon ab, 1) wie viele dieser Assets sie hält und verkaufen kann und 2) zu welchem Buchwert zuvor die Assets in der Bilanz standen. Der Staat hat dann keine Möglichkeiten, den Umfang der Rekapitalisierung an Wohlfahrtsgesichtspunkten auszurichten. Eine solche Bad Bank lässt dem Staat nicht diesen notwendigen diskretionären Spielraum.

Im Prinzip könnte der Staat natürlich nur solchen Banken die Auslagerung von Vermögenswerten erlauben, bei denen es aus sozialer Sicht sinnvoll ist, sie zu stützen. Es müssten also Gruppen von Banken definiert werden, die durch eine Bad Bank rekapitalisiert werden, und solche, die keine Mittel vom Staat erhielten. Allerdings müsste in diesem



Falko Fecht*



Hans Peter Grüner**

* Prof. Dr. Falko Fecht ist Professor für die Ökonomie von Finanzinstitutionen an der European Business School, Oestrich-Winkel.

** Prof. Dr. Hans Peter Grüner ist Professor für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftspolitik an der Universität Mannheim.

Fall Preis und Umfang des Aufkaufprogramms so gestaltet werden, dass die marginale Bank — diejenige Bank also, die gerade noch gerettet werden sollte — auch tatsächlich hinreichend rekapitalisiert wird. Bei einem homogenen Preis würde die Rekapitalisierung der anderen Banken dieser Gruppe dann entsprechend übermäßig ausfallen. D.h. aus fiskalischer Sicht wären die Ausgaben zu hoch. Alternativ müsste der Staat das Prinzip aufgeben, Wertpapiere zu einem homogenen Preis aufzukaufen. Demnach ist aber die Rekapitalisierung des Bankensektors kein Problem, das durch eine Bad Bank gelöst werden sollte. Dies heißt aber nicht, dass es keine sinnvolle Rolle einer Bad Bank gäbe.

Bad Bank zur Lösung des Lemons-Problems

Die Finanzkrise äußerte sich im Herbst 2008 zunächst mit dem Zusammenbruch des Marktes für kurzfristige Interbankkredite. Hierdurch wurde massiv die Reallokation von Liquidität im Bankensektor behindert, was letztlich auch die Stabilität solventer Banken bedrohte und die Gefahr eines Bank Run mit sich brachte. Die Spreads auf dem Interbankenmarkt sind zwar seit Herbst 2008 wieder zurückgegangen, allerdings hat sich das Handelsvolumen seither noch nicht normalisiert. Die Umlaufrendite von Bankschuldverschreibungen im Euroraum, die Mitte 2007 noch bei rund 5% gelegen hatte, stieg bis Herbst 2008 auf über 8% an und verharrt seither in etwa auf diesem ausgesprochen hohen Niveau.¹ Die Eigenkapitalkosten sind seit 2007 noch weit dramatischer gestiegen. Beliefen sie sich 2007 im Durchschnitt noch auf etwa 8%, so erreichten sie im Frühjahr 2009 20%. Dieser massive Anstieg in den Refinanzierungskosten der Banken ist zu einem guten Teil durch den Vertrauensverlust in dieser Branche getrieben. Erst mit der Wiederherstellung des Vertrauens der Banken untereinander und der Investoren in die Bankenbranche werden sich die Refinanzierungskosten normalisieren und eine Rückkehr zum üblichen Kreditwachstum wieder möglich.

Das wesentliche Problem, das hinter dem Vertrauensverlust steht und derzeit die Kapital- und Kreditaufnahme der Banken erschwert, ist das sog. Lemon-Problem. Aufgrund der mangelnden Transparenz der Bilanzen und der umfangreichen Interdependenzen zwischen den Banken ist die tatsächliche Ausfallwahrscheinlichkeit jeder einzelnen Bank schwer einzuschätzen. Welche Bank ein günstiges und welche ein eher schlechtes Kreditrisiko darstellt, ist für Investoren derzeit besonders schwer festzustellen. Im Zuge der Finanzkrise hat nicht nur die durchschnittliche Ausfallwahrscheinlichkeit der Banken deutlich zugenom-

men, auch die Unterschiede zwischen den Ausfallwahrscheinlichkeiten einzelner Banken sind massiv gestiegen.² Können Investoren aber das Ausfallrisiko eines Kreditnehmers nicht genügend gut abschätzen, so unterlassen sie unter Umständen die Kreditvergabe gänzlich oder verlangen zumindest eine sog. Lemons-Prämie. Diese Prämie kompensiert Investoren für das Risiko, dass sie aufgrund mangelnder Informationen versehentlich an eine Bank ihre Gelder verleihen, die ein vergleichsweise hohes Ausfallrisiko darstellt.

Von einer solchen Rationierung bzw. Lemon-Prämie sind nicht nur riskante Banken betroffen. Da sich sichere Banken ja eben gerade nicht hinreichend von denjenigen Banken unterscheiden können, die ein hohes Ausfallrisiko darstellen, wird auch die Refinanzierung der vergleichsweise sicheren Banken erschwert. Aufgrund der verschlechterten Refinanzierungskonditionen müssen letztlich alle – sichere wie riskante Banken – ihre Kreditvergabe zurückfahren.

Genau dieses Lemon-Problem und die damit einhergehende Lemon-Prämie kann eine Bad Bank lösen oder zumindest abmildern und damit die Kreditvergabe der Banken unterstützen.

Die geringe Transparenz von Bankbilanzen und damit auch die schwer abzuschätzenden Ansteckungsrisiken innerhalb des Bankensektors rühren vor allem von den Bewertungsproblemen bei Verbriefungsprodukten her. Da sich für die meisten dieser Produkte derzeit keine Käufer finden, können sie nicht zu Marktpreisen bewertet werden. Stattdessen werden sie anhand von Bewertungsmodellen berechnet. Diese sind aber mit hohen Unsicherheiten behaftet und variieren gravierend von Bank zu Bank.

Indem eine Bad Bank diese Assets in großem Umfang aufkauft, erhöht sich die Transparenz im Bankensektor. Der Schwarze Peter wird aus dem Spiel genommen, und das Vertrauen in den Bankensektor nimmt wieder zu. Die Ausfallrisiken jeder einzelnen Bank werden wieder eindeutiger feststellbar. Die Unsicherheit der Investoren, versehentlich eine schlechte Bank zu finanzieren, sinkt, und das Lemon-Problem sowie die Lemon-Prämie nehmen an Bedeutung ab.

Damit eine Bad Bank aber diese positive Wirkung entfalten kann, ist es entscheidend, dass die schwer zu bewertenden Assets ein für alle mal aus den Bankbilanzen ausgelagert werden, d.h., dass keine Risiken von der Bad Bank wie-

¹ Vgl. hierzu EZB, *EU banks' funding structures and policies*, 2009, Graphik 7, S. 12.

² Vgl. hierzu bspw. EZB, *Financial Stability Review*, Dezember 2008, Graphik 4.28, S. 100 und EZB, *Financial Stability Review*, Juni 2009, Graphik S106, S. S38.

der auf die Banken zurückverlagert werden. Das gesamte Bewertungsrisiko der jeweiligen Wertpapierportfolien müsste auf die Bad Bank und damit auf den Staat übertragen werden. Ansonsten können die Banken nicht das notwendige Vertrauen wieder aufbauen.

Der Plan der Bundesregierung

Die Bad Bank für private Banken hat die folgenden Grundzüge³:

1. Banken übertragen strukturierte Wertpapiere zu einem Preis von 90% des Buchwertes an eine Zweckgesellschaft. Bei der Berechnung wird der Buchwert des 30. Juni 2008 zugrunde gelegt (Stand: 1. Juli 2009). Die Wertpapiere werden nicht über dem aktuellen Buchwert ausgelagert.
2. Zusätzlich wird ein »aktueller Zeitwert« ermittelt, der dem »tatsächlichen, wirtschaftlichen Wert« des Produktes entsprechen soll.
3. Der Finanzmarktstabilisierungsfonds setzt einen Abschlag auf diesen aktuellen Zeitwert fest.
4. Der Fonds garantiert der Bank, dass sie den Betrag wiederbekommt, zu dem sie das strukturierte Wertpapier in die Zweckgesellschaft übertragen hat.
5. Die übertragende Bank bezahlt die Differenz zwischen dem Übertragungspreis und dem so genannten Fundamentalwert (aktueller Zeitwert minus Abschlag) über einen Zeitraum von 20 Jahren an den Finanzmarktstabilisierungsfonds zurück. Zusätzlich wird eine Gebühr fällig.
6. Während der 20 Jahre werden Zahlungen nur aus Gewinnen geleistet.
7. Sofern nach 20 Jahren die Summe aus den Erlösen des Fonds nicht der garantierten Summe entspricht, muss die Bank weitere Zahlungen aus dem Gewinn leisten. Gewinne des Soffin werden an die Bank ausgezahlt.

Möglicherweise könnte es mit einer solchen Bad Bank tatsächlich gelingen, das Lemon-Problem am Interbankenmarkt zu lösen, da die Bank nur aus Gewinnen Rückzahlungen an den Bund leisten muss. Sind für eine Bank Verluste aus strukturierten Produkten zu erwarten, die die Gewinne der Rest-Bank übersteigen, so müssten diese keine Zahlungen leisten. Die Ansprüche der Fremdkapitalgeber von Banken werden somit durch die Bad Bank vor möglichen Verlusten aus den übertragenen Wertpapieren geschützt.

Ob bei einer solchen Konstruktion jedoch keine Abschreibungen vorgenommen werden müssen, ist allerdings aus

Sicht von Wirtschaftsprüfern fraglich. Falls Abschreibungen nötig werden, wäre das Modell hinsichtlich der Bilanzierung und damit auch des Lemon-Problems wirkungslos. Da allerdings die Ausgleichszahlung an den Staat nicht immer in voller Höhe anfällt, sind unter Umständen die anzusetzenden Abschreibungen geringer.

Ein wichtiger Schwachpunkt des Vorschlags der Bundesregierung liegt darüber hinaus in den Anreizwirkungen. Zum einen steht zu erwarten, dass eine fixe, aus den Gewinnen zu entrichtende Zahlung an den Staat die Risikoneigung der Banken spürbar erhöht. Da die Bankeneigentümer nur von Gewinnen profitieren, wenn sie die Rückzahlungsverpflichtung an den Staat übersteigen, haben sie einen starken Anreiz, eine Geschäftspolitik zu verfolgen, die sehr riskant ist, dafür aber im günstigsten Fall eine hohe Rendite abwirft.

Zum anderen geht von einer solchen staatlichen Intervention eine erhebliche Verzerrung auf die Kapitalstruktur der Banken aus. Da zukünftige Gewinne an den Staat abgeführt werden müssen, die Zins- und Rückzahlung von Fremdkapitaltiteln aber unverändert bleiben, wird die Refinanzierung durch Fremdkapital, relativ betrachtet, weit aus günstiger. Banken erhalten hierdurch einen Anreiz, eine eher geringere Eigenkapitalquote (als vor der Krise) anzustreben.

Zudem tragen beim gegenwärtigen Vorschlag nicht nur Altaktionäre der Banken die Risiken, dass nach 20 Jahren weitere Gewinne abgeführt werden müssen. Diese Risiken müssen auch von Neuaktionären eingegangen werden. Dies wird sicherlich eine Rekapitalisierung der Banken über die Begebung neuer Eigenkapitaltitel erschweren und ebenfalls zu einer Verzerrung der Eigenkapitalquote nach unten beitragen.

Die Kosten für den Staat können erheblich sein, da die Auslagerung zu heutigen Buchwerten schon aus heutiger Sicht eine erhebliche Fehlbewertung beinhaltet. Es ist nicht klar, ob die Gewinne der Banken ausreichen werden, dies irgendwann abzudecken.

Der Staat nutzt zur Ermittlung der Ankaufpreise kein Auktionsverfahren. Die Bewertung erfolgt nur mit Zustimmung der Bank, also letztlich im Rahmen eines Verhandlungsprozesses. Zu einer verbesserten Transparenz, was die Werthaltigkeit der Assets anbelangt, dürfte dies nicht beitragen. Vor allem ist der Staat aber alleine auf seine eigenen Informationen bezüglich des Fundamentalwertes der Assets angewiesen, die er nur nach und nach im Verlaufe der Verhandlungen mit den verschiedenen Banken erhält. Folglich sind die fiskalischen Risiken enorm. Um diese einzudämmen, sieht der Gesetzentwurf eine Haftung der Bank für zukünftige Abweichungen des Ankaufspreises vom Ertragswert vor.

³ In der Folge wollen wir uns vor allem mit der Bad Bank für private Banken befassen. Die Konstruktion nach einer Bad Bank für staatliche Banken wirft vor allem die Frage nach der Verteilung der Kosten zwischen Bund, Ländern und Gemeinden auf.

Zudem sollen die Banken für diese Bad-Bank-Lösung selbst eine Prämie entrichten: Erstens, indem sie nicht nur die Differenz zwischen Übertragungspreis und dem Zeitwert der Asset an den Staat zurückzahlen, sondern zusätzlich noch einen Abschlag auf den Zeitwert abführen. Zweitens, soll die Bad Bank eine Gebühr für die Asset-Übertragung erheben. Inwieweit die Banken allerdings willens sind, diese Kosten zu tragen, bleibt abzuwarten. Denn letztlich ist die Transparenz und das Vertrauen in den Bankensektor ein öffentliches Gut aus der Sicht der Banken. Nimmt das Vertrauen zu, sinkt für alle Banken gleichermaßen die Lemon-Prämie. Insofern sind die Anreize der einzelnen Bank, durch den verlustträchtigen Verkauf von Wertpapieren für mehr Vertrauen zu sorgen und insgesamt günstigere Refinanzierungskosten zu erwirken, zu gering. Jede Bank wird auf die anderen hoffen und versuchen, die eigenen Assets auf der Bilanz zu halten.

Konstruktion einer wirksamen Bad Bank

Die beiden Probleme, die gelöst werden müssen, sind eine Rekapitalisierung des Bankensektors und das Lemon-Problem durch die Bereinigung der Bankbilanzen um die schwer bewertbaren Verbriefungsprodukte. In welcher Reihenfolge sollte hier vorgegangen werden? Zunächst einmal ist klar, dass der Staat unter bestimmten Umständen an einer sofortigen Rekapitalisierung eines systemrelevanten Instituts nicht vorbeikommt. Im Idealfall hat er aber etwas mehr Zeit und kann sequentiell vorgehen.

Wenn der Staat zuerst die Banken rekapitalisiert und dann die Assets aus den rekapitalisierten Banken freikaufte (dies ist das bisherige Vorgehen), ist aufgrund asymmetrischer Information möglicherweise nicht klar, wie groß die Rekapitalisierung ausfallen muss. Sinnvoll ist es eher, darauf zu bauen, dass sich infolge des Ankaufs von Assets durch eine Bad Bank die Lage einiger Banken verbessert und damit eine geringere Rekapitalisierung ausreicht. Daher wäre aus unserer Sicht der Kauf von Produkten durch eine Bad Bank vor der groß angelegten Rekapitalisierung systemrelevanter Institute durchzuführen.

Erforderlich wäre, dass ein Großteil aller schwer zu bewertenden Risiken nicht mehr von Banken gehalten wird. Eine saubere Trennung zwischen Banken und Bad Banks oder einer Bad Bank wäre erforderlich.

Für die Konstruktion einer zentralen Bad Bank spricht die Vereinfachung der Preisfindung. Nur wenn Preise in einem wettbewerblichen Rahmen, zum Beispiel bei einer Auktion, ermittelt werden, können die Kosten für den Bund gering gehalten werden. Bilaterale Verhandlungs-

lösungen erreichen das nicht. Der Erwartungswert der fiskalischen Kosten muss dabei nicht sehr hoch ausfallen. Hierzu ist es entscheidend, dass es der Bad Bank gelingt, bei dem Ankaufspreis einen Preis zu wählen, der möglichst nahe am Erwartungswert des Ertragswerts der Assets liegt.

Eine Möglichkeit, dieses Informationsproblem zu lösen, besteht in einem Auktionsverfahren, wie es das ursprüngliche TARP der US-Regierung vorgesehen hatte. Dabei müssen die aufzukaufenden Wertpapiere in möglichst homogene Klassen aufgeteilt werden, für die jeweils gesondert Auktionen durchgeführt werden. Gleichzeitig sollten die Klassen aber nicht zu eng definiert werden, um zu verhindern, dass bestimmte Asset-Klassen nur von einzelnen Banken gehalten werden. Die Ausgestaltung des Auktionsverfahrens ist dabei nicht trivial, weil die Informationen der Banken mehrere Dimensionen umfassen, nämlich das Volumen der schwer bewertbaren Assets, wie auch die eigene Einschätzung über deren Wert. Denkbar ist von den Banken ganze Angebotskurven abzufragen und erst anschließend über die anzukaufenden Mengen und die Preise zu entscheiden. Um die Staatsfinanzen zu schonen, sollte es auch privaten Bietern erlaubt sein, als Käufer in den Auktionen aufzutreten. Dass es den Banken selbst schwer fällt, ihre Wertpapiere zu bewerten, bedeutet nicht, dass sie nicht eine Managemententscheidung über den Preis für den Kauf oder Verkauf treffen könnten.

Problematisch ist die Frage nach der Teilnahme solcher Banken an einem Auktionsverfahren, deren Assets derzeit noch mit zu hohen Werten in den Büchern stehen. Sie begeben sich durch den Verkauf unmittelbar in die Hand des Staates, da eine Rekapitalisierung nötig wird. Sie könnten einen Anreiz haben, dies aufzuschieben und derweil auf eine Steigerung des Preises ihrer Assets zu spekulieren. Wenn der Auktionspreis als Marktpreis behandelt wird und damit für alle (Auktionsteilnehmer und Nichtteilnehmer) verbindlich zur Bewertung ihrer Assets herangezogen werden muss, sollte dies allerdings kein Problem sein.

Da die Finanzkrise mit Unwägbarkeiten über zukünftig nötige staatliche Eingriffe im Finanzsystem verbunden ist, ist es richtig, die Bankaktionäre soweit wie möglich, das heißt, bis hin zum vollen Verlust ihres Kapitals, an den erwarteten Verlusten ihrer Bank zu beteiligen. Dabei ist es wegen der großen Externalität, die vom Bankensektor für den Rest der Volkswirtschaft ausgeht, auch vertretbar, in Eigentumsrechte einzugreifen. Es handelt sich hier vermutlich um einen Fall, in dem auch Artikel 118 des Grundgesetzes Anwendung finden darf. Schäfer und Zimmermann (2009) fordern daher eine zwangsweise Teilnahme an der Auslagerung von Assets an eine Bad Bank, die letztlich in vielen

Fällen einer Enteignung gleichkäme.⁴ Unter anderem wegen der rechtlichen Schwierigkeiten (aber auch wegen der bei steigenden Asset-Preisen fragwürdigen Verteilungseffekte) schlagen wir aber einen anderen Weg als das DIW vor. Bei der Konstruktion einer Auktion kann man ausnutzen, dass man Banken für den Fall, dass sie Assets behalten und später in Schwierigkeiten geraten, mit der Schließung, die dann voll zu Lasten der Aktionäre geht, droht. Eine weitere Möglichkeit, Anreize für den Verkauf in einer Auktion zu schaffen, besteht darin, einen Zeitpfad für die Anhebung der Mindesteigenkapitalquote anzukündigen. Dies macht deutlich, dass man an der Rekapitalisierung ohnehin nicht vorbeikommen kann.

Eine zusätzliche Option ist, von allen privaten Banken eine einmalige Gebühr für die Bereinigung des Interbankenmarktes zu erheben, die mit der Einrichtung einer Bad Bank einhergeht. Dieser Vorschlag ist vertretbar, da alle Banken vom Wegfall des Lemon-Problems profitieren. Er würde einige Banken ohnehin in die Rekapitalisierung zwingen, so dass der Verkauf der Assets ebenfalls vorgenommen werden kann. Unser Vorschlag hat den Vorzug, dass er ohne ein Enteignungsverfahren für einzelne Assets auskommt.



Manfred Jäger*

Bad-Banks-Gesetz – ein nur eingeschränkt überzeugendes Konzept

Ein Beitrag, aber keine umfassende Lösung

Am 3. Juli 2009 hat die Bundesregierung das Bad-Bank-Gesetz verabschiedet. Mit dem Gesetz wird es – so das Ziel – möglich, »Bankbilanzen zu entlasten und gleichzeitig die *Eigentümer der übertragenden Unternehmen in der Verantwortung zu lassen*«. Leider entspricht dieses Ziel mit der genannten Nebenbedingung der Absicht, die Bank zu waschen, ohne sich nass zu machen. Ein Vorhaben, das nicht ganz gelingen kann. Trotz dieses unten genauer erläuterten Defizits ist das Gesetz zu begrüßen, denn in einigen Fällen wird es helfen. Aber es wird in ungünstigen, aber nicht unwahrscheinlichen Fällen nicht *wesentlich* zur Verbesserung der Kreditgewährung beitragen, da es zu keiner Lösung des Schuldenüberhangproblems (Debt Overhang; vgl. Myers 1977 und Tirole 2006, Abschnitt 3.3) kommt.

Die Anwendung der im Gesetz vorgesehenen Maßnahmen schafft auf der Aktivseite der Bank Transparenz, schafft jedoch gleichzeitig neue Passiva, die unheilvoll wirken können. Teilnehmende Banken sollen in die Lage versetzt werden, gemäß eines tragfähigen Geschäftsmodells wieder am Finanzierungssystem teilzunehmen, das heißt, Banken sollen Kredite gewähren, die sinnvoll sind. Selbst wenn ein Geschäftsmodell für sich genommen tragfähig ist, ist es nicht mehr umsetzbar, wenn aus den Erträgen auch hohe Zahlungen für die Altlasten vorgesehen sind. Da der Gesetzgeber die Steuerzahler und alle Gläubiger der Banken schützen will, löst das Gesetz diesen Widerspruch (das Schuldenüberhangproblem) nicht. Ein Neustart der Bank wird in einigen Fällen nicht geschehen, und die teilnehmenden Ban-

⁴ Dorothea Schäfer und Klaus Zimmermann (Bad Banks and Recapitalization of the Banking Sector, CEPR Discussion Paper No. 7349) haben einen Vorschlag für die Konstruktion einer deutschen Bad Bank gemacht. Dieser Vorschlag sieht im Wesentlichen vor, dass die Bad Bank sich zwangsweise die Assets von Banken, insbesondere strukturierte Produkte, zu gegenwärtigen Marktpreisen aneignet. Dort, wo kein Marktpreis ermittelt werden kann, werden die Produkte mit einem Wert von null bewertet. Anschließend findet eine Rekapitalisierung durch den Staat statt. Diese Lösung hat den Vorzug, dass die Kosten für den Steuerzahler sehr gering gehalten werden. Allerdings wirft diese Politik rechtliche Probleme auf, ähnlich wie bei der Enteignung der Anteilseigner der Hypo Real Estate. Eine Bank wird nicht freiwillig bereit sein, ein Asset, das gegenwärtig nicht am Markt gehandelt wird, zum Preis von null herzugeben, da ja denkbar ist, dass dieses Asset in Zukunft doch Auszahlungen abwirft.

* PD Dr. Manfred Jäger ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.

ken werden nicht *vollumfänglich* gemäß einem für sich genommen tragfähigen Geschäftsmodell agieren.

Der Gesetzgeber hat sich – politisch möglicherweise legitim – für einen weitreichenden Schutz der Steuerzahler entschieden. Die Banken, die das Gesetz nutzen, gewinnen Zeit. Vielleicht reicht das. Erst in einigen Jahren werden wir wissen, ob die Banken wegen der *zwar verschobenen, aber nicht aufgehobenen Altlasten* einen Neustart haben vollführen können. Ein umfassender Durchbruch bezüglich der Bekämpfung einer Kreditklemme ist durch das Gesetz jedoch nicht gesichert.

Die faulenden Schwierigkeiten

Bekanntlich befinden sich auf Bilanzen bestimmter Banken Forderungen (strukturierte Produkte) von zweifelhaftem Wert. Der Markt für diese Forderungen ist ausgetrocknet, da es kaum/keine Käufer für diese Forderungen gibt. Für die Inhaber – also bestimmte Banken – ergibt sich ein akutes Problem, wenn sie gezwungen sind, Wertberichtigungen vorzunehmen, da diese das Eigenkapital (regulativ, tatsächlich oder sonst eines) substantiell gefährden. So eine Bank kann ihre Funktion nicht übernehmen. Sie macht den Eigentümern keine Freude, sie verängstigt die Gläubiger, und schlimmstenfalls wird sie irgendwann zu einem »Zombie«. Das Gesetz soll hier Abhilfe schaffen.

Wie funktioniert das Gesetz?

Ökonomisch funktioniert das Gesetz wie folgt:

- Die Bank überträgt die strukturierten Produkte an eine Zweckgesellschaft. Die Zweckgesellschaft gibt der Bank dafür Schuldverschreibungen (deren Wert 90% des Buchwertes der strukturierten Produkte entspricht). Die Bank führt eine entsprechende Wertberichtigung durch. Die Bank gibt also die Ansprüche auf Zahlungen aus den strukturierten Produkten an die Zweckgesellschaft ab und erhält dafür den Anspruch auf Zahlungen aus den von der Zweckgesellschaft geschöpften Schuldverschreibungen. Ein lohnender Aktivatousch, denn der Staat steht hinter den Schuldverschreibungen.
- Wie finanziert die Zweckgesellschaft die Schuldverschreibungen? Welche Einnahmen hat die Zweckgesellschaft? Zunächst gibt es die Zahlungen aus den strukturierten Produkten. Zudem bekommt die Zweckgesellschaft *Ausgleichsbeträge* von der übertragenden Bank. Diese Ausgleichsbeträge werden auf Basis der Differenz zwischen dem um 10% geminderten Buchwert und dem Fundamentalwert festgelegt. Die Bank zahlt die Ausgleichsbeträge mit Vorrang aus ihren Gewinn, wobei nicht gezahlte Ausgleichsbeträge auf das nächste Jahr übertragen

werden. Die Ausgleichszahlungen sollen bewirken, dass *der Fonds bei Auflösung der Zweckgesellschaft keine Verluste macht*.

- Die strukturierten Produkte verbrieften Zahlungsrechte. Leider ist höchst zweifelhaft, wie hoch die Zahlungen sein werden. Es kann also geschehen, dass die Ausgleichszahlungen der Bank an die Zweckgesellschaft nicht ausreichen. Für diesen Fall sieht das Gesetz einen *weiteren Verlustausgleich* vor (hier greift die Formel »...gleichzeitig die Eigentümer der übertragenden Unternehmen in der Verantwortung zu lassen«): »... reichen die über die Laufzeit der Garantie ... gezahlten Ausgleichsbeträge nicht aus, um die Verluste ... auszugleichen, sind nicht ausgeglichene Verluste über die Laufzeit der Garantie hinaus in voller Höhe einschließlich Verzinsung aus dem an die Anteilseigner auszuschüttenden Betrag gegenüber dem Fonds auszugleichen (Nachhaftung)«.

Der Bank soll nichts geschenkt werden. Über die Laufzeit der Garantie hinaus werden Ausgleichsbeträge für die geschätzte Überbewertung sowie eine Garantiegebühr fällig. Wenn das nicht reicht, dann wird nachgehafet.

Die Funktionsweise des Gesetzes kann man sich an den folgenden Quasibilanzen veranschaulichen. Vor der Strukturierungsmaßnahme sieht die Bilanz der Bank wie folgt aus:

übertragende Bank	
Aktiv	Passiv
Strukturierte Produkte	Fremdkapital (Einlagen, Bankanleihen, ...)
Sonstige Aktiva	Eigenkapital

Nach der *Bilanzentgiftung* hat die Bilanz die folgende Gestalt:

übertragende Bank	
Aktiv	Passiv
Schuldverschreibungen der Zweckgesellschaft	Fremdkapital (Einlagen, Bankanleihen, ...)
Sonstige Aktiva	Eigenkapital
	Vergütungspflicht für die Garantie
	Verbindlichkeit wegen Ausgleichszahlungen
	Eventualverbindlichkeit wegen Nachhaftung

Die Aktivseite ist kaum kommentierungsbedürftig. Die vorgesehene Maßnahme führt c.p. zu einer größeren Transparenz der Bilanz. Die Passivseite legt jedoch den bezüglich der Gesamtbilanz zweifelhaften Bereinerungseffekt dar: Erstens verbleiben die auf Basis der gutachterlichen Einschätzung ermittelten *erwarteten* Zahlungsausfälle auf der Bilanz (wegen der fälligen Ausgleichsbeträge). Zweitens, bleiben auch die unerwarteten Ausfälle auf der Bilanz. Wenn die Aus-

gleichsbeträge nicht reichen, dann muss die Bank einen Verlustausgleich zahlen. Ein echter Vorteil der Maßnahme ergibt sich daraus, dass die realexistierende Rechnungslegung mit den neuen Verbindlichkeiten nicht so gradenlos marktförmig umgehen »muss«, wie mit den strukturierten Produkten. Ferner werden die Zahlungsschwierigkeiten in die Zukunft verschoben, da bis dahin die garantierten Schuldverschreibungen eine Zahlungsstabilität gewähren, aber es droht der *weitere Verlustausgleich*.

Wer wäscht, wird nass – die Probleme

Werden Investoren in eine solche Bank investieren? Den Investoren wird zwar die Unsicherheit über die Aktivseite genommen, aber sie bekommen neue Unbekannte auf der Passivseite, die eine Verwässerung der Aktien bewirken. Der Gesetzgeber versucht die Bank zu waschen, ohne sich selbst zu nass zu machen.

Der Bank soll erlaubt werden, Vorrangaktien zu emittieren, die anders als die Altaktien vor den Ausgleichsbeträgen bedient werden. Diese Vorrangbehandlung kann das Schuldenüberhangproblem, das unten erläutert wird, lindern. Andererseits wirken die Vorrangaktien für die Altaktionäre verwässernd. Was können wir von einer Bank erwarten – welche Geschäftsstrategie, Kreditvergabe etc. – die mit einem Interessenkonflikt der Aktionäre belastet ist? Für wen leiten die Geschäftsführer das Unternehmen?

Zu einer Linderung des Schuldenüberhangproblems kommt es also teilweise, wenn die Entscheidungen der Geschäftsführung von den Interessen der Vorrangaktionäre gelenkt werden. Da die Teilnahme am Bad-Bank-Programm freiwillig ist, sind zunächst die Altaktionäre entscheidend. Bei dieser Entscheidung werden sie mögliche Vorteile für die Gesamtwirtschaft oder für die Vorrangaktionäre nicht berücksichtigen, so dass ex ante eine vertragliche Unvollkommenheit provoziert wird.

Vor der Emission neuer Anteile werden Altaktionäre also versuchen, möglichst viele ihrer Interessen zu sichern (sich verschanzen). Und nach der Emission entsteht eine komplexe Corporate Governance Situation. Normalerweise profitieren Aktiengesellschaften von der Interessenhomogenität der Aktionäre. Sie sind am Anteilswert interessiert, den die Geschäftsführung erhöhen kann, wenn sie Investitionsprojekte finanziert, die gemessen am *Projektrisiko* vorteilhaft sind. Da individuelle Einschätzung der Aktionäre jedenfalls im idealtypischen Fall irrelevant ist, kann man so viele Anteilseigner (Köche) unter ein Dach bringen, ohne den Brei zu verderben. Wie soll das bei einer Bank aussehen, die aus dem Bad-Bank-Gesetz hervorgeht? Wer setzt sich durch? Werden sich die Altaktionäre Kontrahenten in die Bank holen.

Da die strukturierten Produkte nicht mehr mit Wertberichtigungsgefahr in der Bilanz stehen, scheint ein wesentliches Ziel erreicht zu sein, nämlich die Entlastung des regulativen Eigenkapitals, so dass die Kreditschöpfung nicht zu sehr beeinträchtigt ist. Allerdings ist das wiederum ein nur eingeschränkt sachgerechter Trick, denn das Eigenkapital ist noch immer dem Risiko der strukturierten Produkte ausgesetzt. Die Gefahr droht zwar nicht mehr von links (aus der Aktivseite und der marktförmigen Bewertung), aber sie droht über die Eventualverbindlichkeiten von unten. Finanzökonomisch hat sich wenig geändert. Die Bank hat Zeit gewonnen, aber materiell ist sie von den Risiken nicht befreit. Die Bank kann die gewonnene Zeit zur Besserung nutzen, aber just hier liegt ein Problem: Sie hat nur einen unzureichenden Anreiz dazu, wenn die Altlasten – jetzt zwar in der Ferne – weiter gären.

Angenommen die strukturierten Produkte entwickeln sich sehr schlecht, so dass die Nachhaftung mit hoher Wahrscheinlichkeit fällig wird. In diesem Fall droht die Bank zu einem lebenden Toten zu werden (Zombiebank), wobei Außenstehende die Probleme nicht mal unbedingt erkennen, denn die Eventualverbindlichkeit wird wohl nicht marktförmig in der Bilanz ausgewiesen. Zweifellos ergibt sich hier eine auf Dauer angelegte besondere Aufsichtsverantwortung für die Bundesbank, die BaFin und den Fonds.

Das Gesetz soll nicht per se einer Bank helfen, sondern es soll dabei helfen »den Finanzsektor in die Lage zu versetzen, seine Finanzierungsfunktion für die Realwirtschaft zu übernehmen«. Warum sollte eine Bank mit tragfähigem Geschäftsmodell diese Rolle nicht von allein übernehmen? Etwas präziser: Warum sollte eine Bank eine gesamtwirtschaftlich sachgerechte Finanzierung unterlassen?

Wegen des so genannten Schuldenüberhangproblems (Debt Overhang, Myers 1977) ist die Sorge begründet, dass selbst gute Investitionsprojekte von der Bank nicht finanziert werden. Die Bank und neue Investoren haben kein ausreichendes Interesse an neuen profitablen Projekten, wenn Altlasten bei Ausschüttungen Vorrang haben. Stellen wir uns vor, eine Bank hat in der Vergangenheit Geschäfte gemacht, aus denen leider zu geringe Zahlungen entstanden sind. Wie man es auch wendet, die Gläubiger haben Forderungen gegenüber der Bank von 10, denen aber keine Zahlungshoffnungen gegenüber stehen. Die Bank ist eigentlich insolvent, aber sie sitzt auf einer neuen – diesmal guten – Investitions-idee. Nur *diese* Bank kann *diese* Finanzierung umsetzen, da sie über das spezifische Informationskapital verfügt. (Damit soll zum Ausdruck gebracht werden, dass die Bank ein Geschäftsmodell hat, das für sich genommen tragfähig ist und über Informationskapital verfügt, das nicht reibungslos auf eine neue Bank übertragen werden kann). Dieses Investitionsprojekt würde 90 kosten und einen Ertrag von 100 erzielen. Gesamtwirtschaftlich wäre es richtig, dieses Projekt

zu finanzieren, aber die Bank – die Aktionäre, die Geschäftsführung – hat an diesem Projekt kein Interesse, denn sie müsste den gesamten Vorteil an die Gläubiger abtreten. Das Beispiel ist eine sehr grobe Karikatur des Schuldenüberhangproblems, aber die Logik wird sichtbar (für detaillierte Darstellungen vgl. Tirole 2006, Wilson 2009, Landier und Ueda 2009 sowie Kocherlakota 2009). Die Logik ist einfach: Das Geschäftsmodell ist für sich genommen tragfähig, aber es wird uninteressant für Entscheidungsträger und Neuinvestoren, wenn auch Altlasten mitgetragen werden sollen.

Schuldenüberhangprobleme kann man durch Rückverhandlungen mit dem Gläubiger lösen. Die Gläubiger könnten ihre Schulden vergeben, neue Mittel in Höhe von 90 bereitstellen, der Bank 2 versprechen und immerhin 98 erhalten (netto also 8). Wenn sie sich einer Rückverhandlung verschließen, dann bekommen sie schließlich nichts. Eine Facette des realen Schuldenüberhangproblems ist, dass der Staat keine Rückverhandlungen der privaten Gläubiger will; geschweige denn die Insolvenz – die »brutalste Form« der Rückverhandlung. Die Politik hat sich dazu entschlossen, die Gläubiger – alle Finanziere der Bank außer die Aktionäre – schadlos zu halten, da befürchtet wird, dass andernfalls ein systemisches Risiko entsteht oder politische Strafe droht (diese Form des Schuldenüberhangproblems wird in Kocherlakota (2009) besprochen).

Schlussbemerkung

Es ist gesamtwirtschaftlich vertretbar, Banken nicht schlicht zu liquidieren oder sie gelähmt überleben zu lassen, selbst wenn sie nur noch bedingt solvent sind:

- Die Banken leiden unter einem Schuldenüberhangproblem, so dass eine sachgerechte Rückverhandlung (jedenfalls ex post) vernünftig ist und
- in den betroffenen Banken existiert Informationskapital, dass es zu schützen gilt (vgl. Diamond 2001)

Ein Schuldenüberhangproblem löst man indem man mit den Gläubigern Rückverhandlungen führt. Dieses Vorgehen kollidiert jedoch mit der Nebenbedingung, dass ein Eingriff in die Rechte der Schuldner mit systemischen, politischen und juristischen Risiken kontaminiert ist. Wenn eine Rückverhandlung mit den *offensichtlichen* Gläubigern nicht möglich ist, dann kann man das Schuldenüberhangproblem trotzdem lösen! Der Staat ist stets stillschweigender Gläubiger der Banken. Anders formuliert, der Staat hat gegenüber den Banken faktisch eine Eventualverbindlichkeit, da der Staat bei Banken regelmäßig eingreift, wenn Probleme zu eskalieren drohen. Insbesondere aus diesem Grund ist es durchaus angemessen, wenn der Finanzmarkt Gesetze erlässt, um das Problem des moralischen Risikos zu begrenzen.

Die Eventualverbindlichkeit ist nun eine echte Last geworden, und der Staat versucht, der Herausforderung der Restrukturierung der Banken gerecht zu werden. Dabei muss er einen gordischen Knoten lösen: den Banken mit tragfähigen Geschäftsmodell neue Geschäfte ermöglichen, so dass sie ihrer Finanzierungsfunktion nachkommen können, und die Last für den Steuerzahler begrenzen. Die Regierung hat sich viel Mühe gegeben, den Steuerzahler zu schützen. Dann bleiben aber die Altrisiken bei den Banken, und es ist unsicher, ob die betroffenen Banken mit dieser Last einen Neustart durchführen werden.

Literatur

- Diamond, D. (2001), »Should banks be recapitalized?«, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 87(4), 71–96.
- Deutscher Bundestag (2009a), *Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und der SPD*, Drucksache 16/13156, Berlin.
- Deutscher Bundestag (2009b), *Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und der SPD*, Drucksache 16/13297, Berlin.
- Deutscher Bundestag (2009c), *Beschlussempfehlung des Haushaltsausschusses*, Drucksache 16/13590, Berlin.
- Deutscher Bundestag (2009d), *Bericht des Haushaltsausschusses*, Drucksache 16/13591, Berlin.
- Kocherlakota, N. (2009), »Assessing Resolutions of the Baking Crisis«, Working Paper.
- Landier, A. und K. Ueda (2009), »The Economics of Bank Restructuring: Understanding the Options«, IMF Staff Position Note.
- Myers, S. (1977), »Determinants of Corporate Borrowing«, *Journal of Financial Economics* 52, 147–175.
- Tirole, J. (2006), *Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton.
- Wilson, L. (2009), »Debt Overhang and Bank Bailouts«, Working Paper.



Frank Westermann*

Bailouts, systemisches Risiko und Wachstum

Während die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise ihren Lauf nimmt und die Staaten mit immer größeren Rettungspaketen versuchen, das Finanzsystem zu stabilisieren, ist es für die Beurteilung der aktuellen Geschehnisse hilfreich, sie in eine internationale und historische Perspektive zu stellen. In den letzten drei Jahrzehnten haben insbesondere Länder mittleren Einkommens, aber auch einige Industrieländer, ebenfalls Finanzkrisen erlebt, die nur mit großen staatlichen Rettungsbemühungen beendet oder abgewendet werden konnten. In vielerlei Hinsicht ähnelt die heutige Situation den Krisenerfahrungen der so genannten Emerging Markets, wie beispielsweise Chile (1983), Mexiko (1994), oder Thailand und Korea (1997).

Wie groß ist beispielsweise das staatliche Rettungspaket zur Stützung des Bankensystems in den USA, der in nominalen Werten weltweit größten Rettungsaktion dieser Art? Die 700 Mrd. US-Dollar, die der amerikanische Staat zur Rettung des Bankensystems zunächst aufgewendet hat, entsprechen 5% seines Bruttoinlandsproduktes. Wenn man andere, hier noch nicht eingerechnete Kosten hinzuzählt, wie etwa die Beteiligung an Bear Stearns, Freddy Mac und Fanny Mae und AIG, dann werden die Kosten sich möglicherweise noch auf das Doppelte, also 10% des Inlandsproduktes erhöhen. 1 400 Mrd. US-Dollar sind eine enorme, kaum vorstellbar große Zahl. Relativ zum Sozialprodukt liegt sie jedoch im Rahmen der in der Vergangenheit beobachteten Maßnahmen. Mexiko investierte etwa 18% seines Sozialproduktes zur Beendigung der Tequila-Krise 1994. Nach der Asienkrise 1997–1998 waren es ebenfalls 18% in Thailand und sogar 27% in Südkorea. Etwas weniger, jedoch immer

noch in der gleichen Größenordnung, waren die Kosten der skandinavischen Länder in den späten achtzigern bzw. Anfang der neunziger Jahre. Finnland investierte 11% 1991 und Schweden 4% 1993. Nach der Finanzkrise in Japan, Mitte der neunziger Jahre, waren es 20% (vgl. Jeanne und Zettelmeyer 2001). Bei diesen Zahlen ist bereits berücksichtigt, dass ein Teil der Kosten durch den späteren Verkauf der notleidenden Kredite wieder gutgemacht werden konnte. Es sind also die effektiven Kosten für den Steuerzahler, die man auch in der aktuellen Krise erst in einigen Jahren wird berechnen können. Im Verhältnis hierzu liegen auch die 230 Mrd. €, die in Deutschland an eine Bad Bank ausgelagert werden können und ca. 10% des deutschen Sozialprodukts ausmachen in einer »normalen« Größenordnung, auch wenn man die bereits geleisteten Hilfen mit betrachtet und vermutet, dass die Bad Bank vollständig zu Lasten des Steuerzahlers geht.

Bemerkenswert an diesen Krisen ist, dass in vielen Fällen die Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte nicht nur Krisen ausgelöst hat, sondern in einer langfristigen Betrachtung auch zu erheblichen Zuwächsen im realen Pro-Kopf-Einkommen. In einem großen Querschnitt von Ländern ist der Nettoeffekt – also einschließlich der Rezession nach der Krise – eindeutig positiv (vgl. Ranciere, Tornell und Westermann 2008). Chile, Mexiko, Japan, Thailand, Korea, Finnland und Schweden haben schwere Finanzkrisen erlebt, aber gehören auch zu den jeweils erfolgreichsten Ländern ihrer Region in Bezug auf das langfristige Wachstum im Pro-Kopf-Einkommen. Die Kosten des Steuerzahlers – dies argumentiert eine neuere Literatur zum Thema Boom-Bust-Zyklen (vgl. Tornell und Westermann 2005; Ranciere und Tornell 2009) – könnten daher auch interpretiert werden als ein Beitrag, oder eine Subvention, für einen langfristig höheren Wachstumspfad. Die staatlichen Garantien, die in den meisten Ländern zumindest deutlich implizit gegeben waren, haben dazu geführt, dass Banken mit Krediten reale Investitionsprojekte finanziert haben und dass die Kosten der Finanzierung aus Sicht der Unternehmer gesunken sind. Dies sind die zentralen Gründe für eine hohe Investitionstätigkeit und ein hohes Wirtschaftswachstum insbesondere in solchen Sektoren, in denen kleinere Firmen operieren, die *nicht handelbare Güter* produzieren und denen auf diese Weise der Zugang zum internationalen Kapitalmarkt fehlt. Aufgrund der Erwartung einer staatlichen Rettung im Fall einer Krise waren Investoren bereit, systemisches Risiko einzugehen, da sie wussten, dass der Staat im negativen Fall zumindest mit einer teilweisen Rückzahlung haftet.

Wichtig an dieser Sichtweise ist, dass das Risiko ein systemisches und kein individuelles Risiko ist, um diese Effekte hervorzurufen. Der Staat versichert nicht gegen individuelles Insolvenzrisiko, aber er schreitet ein, wenn eine ganze Industrie oder ein ganzes Bankensystem vor dem Zusammenbruch stehen, denn nur dann wäre eine Rettungsakti-

* Prof. Frank Westermann, Ph.D., ist Leiter des Fachgebiets Internationale Wirtschaftspolitik an der Universität Osnabrück und ifo-Forschungsprofessor.

on in einem parlamentarischen Prozess auch mehrheitsfähig. Die Konsequenz dieses Zusammenhangs ist, dass sich die Investoren solche systemischen Risiken geradezu suchen. Sie koordinieren sich und finden sie in verschiedener Form. In der Tequila-Krise in Mexiko und in der Asien-Krise fanden die Firmen das systemische Risiko in der Fremdwährungsfinanzierung ihrer Kredite. Die Banken haben den Firmen Kredite in US-Dollar geliehen, während die Firmen ihrerseits überwiegend jedoch ihre Einkünfte in nationaler Währung hatten. Auf diese Weise kam dem Wechselkurs eine besondere Rolle zu. In der Phase, in der die Währung aufwertete, sank der Wert der Schulden, und die Firmen konnten zusätzlich noch mehr Kredite aufnehmen. Bei der Abwertung war es umgekehrt, und eine besonders starke Abwertung, also eine Währungskrise, führte zu einer Bankenkrise, da der Wert der Schulden dramatisch in die Höhe schnellte. In der japanischen Bankenkrise 1997–1998 konzentrierte sich das systemische Risiko auf den Aktienpreis. Da es den Banken in Japan erlaubt ist, im nennenswerten Umfang Aktien von denjenigen Firmen zu halten, an die sie ihre Kredite vergeben, kommt dem Aktienkurs eine ähnliche Rolle zu wie im vorherigen Fall dem Wechselkurs. In der Phase, als der Nikkei-Index stark anstieg, stieg der Wert der Aktienpakete der Banken, und die hierdurch erzielten Kursgewinne, die sich die Banken als Eigenkapital gutschreiben konnten, erhöhten den Spielraum der Banken weitere Kredite an die Realwirtschaft zu verleihen. Als der Nikkei-Index dann abstürzte, war der Effekt umgekehrt. Die Banken mussten hohe Verluste abschreiben, und durch die gesunkene Eigenkapitalbasis ging der Spielraum, neue Kredite zu gewähren, dramatisch zurück, denn das Verhältnis von Eigenkapital zum gesamten Kreditvolumen wird durch die Baseler Verträge auf mindestens 8% reguliert.

In der aktuellen Krise fanden die Banken ihr systemisches Risiko im Hypothekenmarkt. Hier liegt eine der wesentlichen Ursachen der Probleme an den internationalen Kapitalmärkten, die – weil die USA ein so großer Markt sind – in vielen Ländern erhebliche Sekundäreffekte auslösten. Solange die Hauspreise in den USA stiegen, konnten die amerikanischen Banken, in Erwartung weiter steigender Hauspreise, immer mehr Hypothekenkredite vergeben. Jetzt, wo die Hauspreise deutlich fallen, werden zunächst die Hausbesitzer insolvent, dann die Banken und die mit Häusern abgesicherten weiteren Finanzinstrumente. Dass der Effekt so stark ausfällt, ist auf eine Besonderheit in der Regulierung des amerikanischen Hypothekenmarktes zurückzuführen (vgl. Sinn 2009). Während in Deutschland und vielen anderen Ländern die Hausbesitzer nicht nur mit dem Gegenwert des Hauses, sondern auch mit ihrem Einkommen und ihrem Vermögen für die Rückzahlung der Kredite haften, haften die Hausbesitzer in den USA lediglich mit dem Wert des Hauses, das sie mit dem Kredit finanziert haben! Fällt der Wert des Hauses also unter den Wert des Kredites, der aufgenommen wurde, um das Haus zu bauen, »lohnt es sich nicht

mehr« aus Sicht der Hausbesitzer den Kredit zurückzuzahlen. Dem Hauspreis kommt also eine ähnliche Rolle bei der Koordination des systemischen Risikos zu, wie zuvor dem Wechselkurs oder dem Aktienpreis.

In all diesen beschriebenen Fällen sind den Marktteilnehmern diese Prozesse bewusst. Die Kreditnehmer, die Banken, die Investoren und die Regulierer müssen im Falle systemischen Risikos wissen, dass eine negative Realisation dieses Risikos eine staatliche Rettungsaktion notwendig macht. Die Erwartung eines solchen Rettungspaketes macht es möglich, dass zusätzliche Investitionen in anderenfalls finanzbeschränkten Sektoren, Firmen und Haushalten getätigt werden. Aus Sicht der Wirtschaftspolitik steht die Gesellschaft damit vor einer schweren Abschätzungsfrage, ob sie Finanzkrisen unterbinden oder einen Rest von Unsicherheit und Krisenanfälligkeit zulassen, um Investitionen und den damit einhergehenden höheren Wachstumspfad zu realisieren.

Nach einer Finanzkrise liegt eine der zentralen Aufgaben der Wirtschaftspolitik darin, eine drohende Kreditklemme abzuwenden. Ob die konkrete Ausgestaltung des kürzlich in Deutschland verabschiedeten Rettungspaketes im Rahmen einer Bad Bank tatsächlich ausreicht, kann durchaus bezweifelt werden.¹ Auch hier gibt es Parallelen aus vergangenen Krisen. Zum Beispiel gibt es für Mexiko heute eine genaue Analyse der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nach der Finanzkrise, die einige Fehler aufzeigt, die auch in Deutschland eintreten können. Wesentlich waren z.B. Tornell und Krueger (1999) zur Folge, die Unterschätzung von notleidenden Krediten. Im Gegensatz zu den echten »Non-performing loans«, die aus der Bilanz abgeschrieben oder, entsprechend dem deutschen Bad-Bank-Modell, im Austausch für Staatspapiere an den Staat ausgelagert wurden, bestand bei den notleidenden Krediten in Mexiko noch eine Hoffnung auf Rückzahlung, auch wenn Zinszahlungen bereits nicht mehr geleistet werden konnten. Da der Staat aufgrund einer vorangegangenen staatlichen Finanzierungs-krise nicht in der Lage war, die notleidenden Kredite ebenfalls mit in die staatliche Auffanggesellschaft zu übernehmen, fiel das Volumen der Bad Bank zu knapp aus. Die Folge war, dass sich ein so genannter »Evergreening« Effekt einstellte, dass also die Non-Performing Loans in den Folgejahren der Krise trotz des Bailouts weiterhin immer noch anstiegen. Die Banken mussten nach und nach immer weitere notleidende Kredite als Non-Performing deklarieren und offiziell Abschreiben. Aufgrund dieser zögerlichen, schrittweisen Rettung des Bankensystems schrumpfte in den folgenden acht Jahren die gesamte Kreditsumme so bis auf 40% ihres ursprünglichen Volumens zusammen (vgl. Tornell, Westermann und Martinez 2003). Ein Prozess, der mit ei-

¹ Auch ob sie aus Wohlfahrtsüberlegungen die richtige Form der Rettung des Bankensystems ist – vgl. Sinn (2009).

nem echten Neustart und einer vollständigen Rekapitalisierung der Banken vielleicht hätte vermieden werden können.

Die Kreditsituation zu beobachten, wird in Deutschland eine zentrale Aufgabe der kommenden Jahre sein. Das Ifo Institut stellt hierfür mit der Kredithürde einen neuen Indikator zur Verfügung. Die Kredithürde wird berechnet aus einer Umfrage, in der die Firmen nach dem Kreditverhalten der Banken befragt werden, welches sie auf einer Skala von restriktiv bis entgegenkommend beantworten können. Geben mehr als 50% der Firmen hier eine restriktive Kreditvergabe an, liegt ein deutliches Anzeichen für eine Kreditklemme vor. Im Augenblick ist dies bei der Mehrheit der Firmen noch nicht der Fall (mit Ausnahme der großen Firmen). Anhand des Indikators wird es aber möglich sein zu erkennen, ob das Bad-Bank-Modell der Bundesregierung tatsächlich hinreichend groß war, oder ob Deutschland eine Nachkrisen Stagnation der mexikanischen Prägung droht.

Literatur

- Jeanne, O. und J. Zettelmeyer (2001), »International Bailouts. The International Monetary Fund's Role«, *Economic Policy* XVI, 409–433.
- Ranciere, R. und A. Tornell (2009), »Financial Liberalization, Boom-Bust Cycles and Production Efficiency«, International Monetary Fund, mimeo.
- Ranciere, R., A. Tornell und F. Westermann (2008), »Systemic Crises and Growth«, *Quarterly Journal of Economics* 123(1), 359–406.
- Sinn, H.-W. (2009), *Kasino-Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*. Econ, Berlin.
- Tornell, A. und A. Krueger (1999), »The Role of Bank Restructuring in Recovery From Crises: Mexico 1995–98«, NBER Working Paper.
- Tornell A., F. Westermann und L. Martinez (2003), »Liberalization, Growth and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World«, *Brookings Papers on Economic Activity* 34(2), 1–112.
- Tornell, A. und F. Westermann (2005), *Boom-Bust Cycles and Financial Liberalization*, MIT Press, Cambridge, MA.