

**Strategien für den Ausstieg des Bundes  
aus krisenbedingten Beteiligungen an Banken**

**Gutachten des von der Bundesregierung  
eingesetzten Expertenrates**

**24. Januar 2011**

## **Inhaltsübersicht: Gliederung des Gutachtens**

<b>I. Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>II. Überblicksdarstellungen zu verschiedenen im Mandat genannten Aspekten .....</b>	<b>6</b>
<b>III. Grundsätzliche volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Erwägungen.....</b>	<b>52</b>
<b>IV. Rechtliche und betriebswirtschaftliche Erwägungen zu möglichen Ausstiegsstrategien.....</b>	<b>67</b>
<b>V. Ausstiegsmöglichkeiten bei einzelnen Instituten.....</b>	<b>77</b>
<b>VI. Auswirkungen eines Ausstiegs.....</b>	<b>129</b>

## **Detailliertes Inhaltsverzeichnis**

<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XII</b>
<b>I. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>I.1 Der Auftrag und seine Durchführung .....</b>	<b>1</b>
<b>I.2 Zur Genese des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes .....</b>	<b>2</b>
<b>I.3 Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Instrumente und Nutzung .....</b>	<b>3</b>
<b>I.4 Der Ausstieg aus den krisenbedingten Beteiligungen als Ziel .....</b>	<b>4</b>
<b>I.5 Nachweis .....</b>	<b>5</b>
<b>II. Überblicksdarstellungen zu verschiedenen im Mandat genannten Aspekten .....</b>	<b>6</b>
<b>II.1 Wichtige rechtliche Rahmenbedingungen, insbesondere beihilferechtliche Rahmenbedingungen .....</b>	<b>6</b>
<b>II.1.1 Beihilferechtliche Rahmenbedingungen .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1.1 Einführung .....</b>	<b>6</b>
<b>1.1.2 Die Reaktion der Kommission auf die Finanzkrise .....</b>	<b>6</b>
1.1.2.1 Mitteilungen der Kommission .....	7
1.1.2.2 Der Exit der Kommission aus dem gelockerten Beihilferahmen .....	11
<b>II.1.2 Gesellschafts-, kapitalmarkt- und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen .....</b>	<b>14</b>
<b>1.2.1 Einführung .....</b>	<b>14</b>

<b>1.2.2 Aktienbeteiligungen .....</b>	<b>14</b>
<b>1.2.3 Stille Beteiligungen.....</b>	<b>15</b>
1.2.3.1 Option 1: Zurückführung der Stillen Einlage durch das Unternehmen .....	15
1.2.3.2 Option 2: Veräußerung der Stillen Beteiligung .....	16
1.2.3.3 Option 3: Überführung der Stillen Einlage in eine Aktienbeteiligung.....	16
<b>1.2.4 Vereinbarkeit mit Europa- und Verfassungsrecht .....</b>	<b>21</b>
1.2.4.1 Regelung zum Nachweisstichtag (§ 7 I 2 FMStBG).....	21
1.2.4.2 Außerkraftsetzung der Sacheinlagevorschriften .....	21
1.2.4.3 Pauschal angeordnete Angemessenheit eines Bezugsrechtsausschlusses ( § 7 III 4 FMStBG).....	22
1.2.4.4 Konsequenzen für die Gestaltung des Vorgehens.....	22
<b>1.2.5 Nachweise .....</b>	<b>23</b>
<b>II.2 Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten .....</b>	<b>25</b>
<b>II.2.1 Einleitung.....</b>	<b>25</b>
<b>II.2.2 Aktuelle Lage auf den Internationalen Finanzmärkten .....</b>	<b>25</b>
<b>II.2.3 Internationale Integration des deutschen Bankensystems .....</b>	<b>28</b>
<b>II.2.4 Auswirkungen geänderter Eigenkapital- und Liquiditätsregeln .....</b>	<b>31</b>
<b>2.4.1 Neue Eigenkapitalregeln.....</b>	<b>31</b>
<b>2.4.2 Neue Liquiditätsregeln.....</b>	<b>32</b>
<b>2.4.3 Auswirkungen der neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln .....</b>	<b>32</b>
<b>II.2.5 Refinanzierungsbedarf .....</b>	<b>33</b>
<b>II.2.6 Zwischenfazit .....</b>	<b>34</b>
<b>II.2.7 Nachweise.....</b>	<b>35</b>

<b>II.3 Übersicht zu den Ausstiegsstrategien in anderen Ländern, insbesondere in der EU und den G20.....</b>	<b>36</b>
<b>II.3.1 Einleitung.....</b>	<b>36</b>
<b>II.3.2 Belgien.....</b>	<b>37</b>
<b>II.3.3 Frankreich.....</b>	<b>37</b>
<b>II.3.4 Niederlande.....</b>	<b>38</b>
<b>II.3.5 Schweiz.....</b>	<b>39</b>
<b>II.3.6 Vereinigtes Königreich.....</b>	<b>39</b>
<b>II.3.7 Vereinigte Staaten.....</b>	<b>40</b>
<b>II.3.8 Zusammenfassung.....</b>	<b>42</b>
<b>II.3.9 Nachweise.....</b>	<b>51</b>
<b>III. Grundsätzliche volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Erwägungen.....</b>	<b>52</b>
<b>III.1 Allgemeine Vorbemerkung.....</b>	<b>52</b>
<b>III.2 Strukturprobleme des deutschen Banksystems.....</b>	<b>52</b>
<b>III.2.1 Fragmentierung, Wettbewerb und Margenerosion.....</b>	<b>52</b>
<b>III.2.2 Erhöhung der Risiken als Reaktion.....</b>	<b>56</b>
<b>III.2.3 Immobilienbanken als Beispiel.....</b>	<b>59</b>
<b>III.3 Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik.....</b>	<b>61</b>
<b>III.3.1 Notwendigkeit der Strukturbereinigung.....</b>	<b>61</b>
<b>III.3.2 Gestaltung der Rahmenbedingungen.....</b>	<b>63</b>
<b>III.4 Nachweise.....</b>	<b>66</b>

<b>IV. Rechtliche und betriebswirtschaftliche Erwägungen zu möglichen Ausstiegsstrategien.....</b>	<b>67</b>
IV.1 Die krisenbedingten Bundesbeteiligungen an Banken.....	67
IV.2 Überblick zu den Ausstiegsstrategien für die Stillen Beteiligungen .....	68
IV.3 Rückführung durch Veräußerung bzw. Übertragung der Stillen Einlage.....	70
IV.4 Rückführung aus eigenen Mitteln .....	70
IV.5 Rückführung nach einer Barkapitalerhöhung der Bank.....	71
IV.5.1 Barkapitalerhöhung durch einen Direktbeschluss der Hauptversammlung.....	71
IV.5.2 Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital.....	71
IV.5.3 Aufnahmefähigkeit und die Aufnahmebereitschaft des Marktes .....	72
IV.6 Rückführung durch Einbringung der Stillen Einlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen oder durch Umtausch der Stillen Einlage in junge Aktien.....	73
IV.6.1 Rechtliche Rahmenbedingungen.....	73
IV.6.2 Wertung .....	74
IV.7 Nachweise .....	76
<b>V. Ausstiegsmöglichkeiten bei einzelnen Instituten.....</b>	<b>77</b>
V.1 Commerzbank AG.....	77
V.1.1 Rahmenbedingungen .....	77
1.1.1 Beteiligungen.....	77
1.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen.....	77
1.1.3 Beihilfverfahren bei der Europäischen Kommission .....	78

<b>V.1.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligungen: Grundsätzliches.....</b>	<b>79</b>
<b>1.2.1 Zur Geschäftstätigkeit der Commerzbank .....</b>	<b>79</b>
1.2.1.1. Geschäftsmodell.....	79
1.2.1.2 Einschätzung des Expertenrats .....	79
<b>1.2.2 Eigenkapitalanforderungen und Bundesbeteiligungen .....</b>	<b>80</b>
<b>V.1.3 Ausstiegsoptionen.....</b>	<b>81</b>
<b>1.3.1 Priorität für die Rückführung der Stillen Einlage.....</b>	<b>81</b>
<b>1.3.2 Ausstiegsoption 1: Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln.....</b>	<b>82</b>
1.3.2.1 Rückführung aus vorhandenen Mitteln .....	84
1.3.2.2 Rückführung aus anfallenden Gewinnen.....	84
<b>1.3.3 Ausstiegsoption 2: Rückführung nach Barkapitalerhöhung.....</b>	<b>85</b>
1.3.3.1 Barkapitalerhöhung aus genehmigtem und bedingtem Kapital auf Basis bestehender Ermächtigung der Hauptversammlung .....	85
1.3.3.2 Barkapitalerhöhung durch Kapitalerhöhung gemäß FMStBG oder durch Direktbeschluss.....	87
<b>1.3.4 Ausstiegsoption 3: Umtausch in Aktien und anschließender Verkauf.....</b>	<b>88</b>
1.3.4.1 Umtausch in Aktien.....	88
1.3.4.2 Veräußerung der Aktien .....	89
<b>1.3.5 Ausstiegsoption 4: Ausstieg aus der Aktienbeteiligung von 25 % und einer Aktie .....</b>	<b>90</b>
<b>V.1.4 Zusammenfassung und Empfehlungen .....</b>	<b>90</b>
<b>V.1.5 Nachweise .....</b>	<b>93</b>

<b>V.2 Hypo Real Estate Holding AG.....</b>	<b>94</b>
<b>V.2.1 Rahmenbedingungen .....</b>	<b>94</b>
<b>2.1.1 Beteiligungsverhältnis.....</b>	<b>94</b>
<b>2.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen.....</b>	<b>94</b>
<b>2.1.3 Entscheidungen der Europäischen Kommission .....</b>	<b>95</b>
<b>V.2.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligung: Grundsätzliches .....</b>	<b>95</b>
<b>2.2.1 Geschäftsmodell der HRE .....</b>	<b>95</b>
<b>2.2.2 Marktbedingungen und erzielbare Margen.....</b>	<b>95</b>
<b>2.2.3 Bedingungen und Kosten der Refinanzierung.....</b>	<b>96</b>
<b>2.2.4 Reputation und Rating.....</b>	<b>96</b>
<b>2.2.5 Fähigkeit zur Bindung von Leistungsträgern .....</b>	<b>97</b>
<b>2.2.6 Kooperation pbb-FMSW.....</b>	<b>97</b>
<b>V.2.3 Ausstiegsoptionen.....</b>	<b>97</b>
<b>2.3.1 Ausstiegsoption 1: Verkauf der Deutschen Pfandbriefbank AG (pbb) an einen (strategischen) Investor .....</b>	<b>97</b>
<b>2.3.2 Ausstiegsoption 2: Börsengang der Deutsche Pfandbriefbank AG (pbb).....</b>	<b>99</b>
<b>2.3.3 Ausstiegsoption 3: Einstellung des Neugeschäfts und Abwicklung der Deutsche Pfandbriefbank AG (pbb) .....</b>	<b>99</b>
2.3.3.1 Gestaltung einer Abwicklung .....	100
2.3.3.2 Auswirkungen auf Arbeitnehmer, Anreizsetzung bei Verwertung.....	102
2.3.3.3 Keine Gemeinwohlnachteile bei Abwicklung .....	103
2.3.3.4 Wettbewerbseffekte einer Abwicklung .....	104
2.3.3.5 Wirtschaftliches Ergebnis einer Abwicklung .....	104
<b>2.3.4 Ausstiegsoptionen – DEPFA Bank plc .....</b>	<b>105</b>

<b>V.2.4 Zusammenfassung und Empfehlung</b> .....	<b>105</b>
<b>V.2.5 Nachweise</b> .....	<b>107</b>
<b>V.3 WestLB AG</b> .....	<b>108</b>
<b>V.3.1 Rahmenbedingungen</b> .....	<b>108</b>
<b>3.1.1 Beteiligungen</b> .....	<b>108</b>
<b>3.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen</b> .....	<b>108</b>
3.1.2.1 Vorgeschichte der Bundesbeteiligung.....	108
3.1.2.2 Maßnahmen des Bundes.....	108
3.1.2.3 Stand des Beihilfeverfahrens .....	109
<b>3.1.3 Vertragliche und satzungsrechtliche Regelungen</b> .....	<b>110</b>
3.1.3.1 § 4 V der Satzung der WestLB: .....	110
3.1.3.2 § 18 VII der Satzung der WestLB:.....	110
3.1.3.3 § 18 VIII der Satzung der WestLB: .....	110
<b>V.3.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligung: Grundsätzliches</b> .....	<b>111</b>
<b>3.2.1 Geschäftsmodell der WestLB</b> .....	<b>111</b>
<b>3.2.2 Einschätzung des Expertenrates</b> .....	<b>111</b>
<b>V.3.3 Ausstiegsoptionen</b> .....	<b>112</b>
<b>3.3.1 Ausstiegsoption 1: Gesamtverkauf</b> .....	<b>112</b>
<b>3.3.2 Ausstiegsoption 2: Verkauf in Teilen</b> .....	<b>112</b>
<b>3.3.3 Ausstiegsoption 3: Landesbankenkonsolidierung</b> .....	<b>113</b>
<b>3.3.4 Ausstiegsoption 4: Einstellung des Neugeschäfts und Abwicklung der Bank</b> ...	<b>115</b>
<b>3.3.4.1 Gestaltung einer Abwicklung</b> .....	<b>115</b>

3.3.4.2 Auswirkungen auf Arbeitnehmer, Anreizsetzung bei Verwertung.....	116
3.3.4.3 Keine Gemeinwohlnachteile bei Abwicklung .....	116
3.3.4.4 Wirtschaftliches Ergebnis einer Abwicklung .....	117
<b>V.3.4 Zusammenfassung und Empfehlung .....</b>	<b>118</b>
<b>V.3.5 Nachweise .....</b>	<b>120</b>
<b>V.4 Aareal Bank AG.....</b>	<b>121</b>
<b>V.4.1 Rahmenbedingungen .....</b>	<b>121</b>
<b>4.1.1 Beteiligungen.....</b>	<b>121</b>
<b>4.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen.....</b>	<b>121</b>
<b>V.4.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligungen: Grundsätzliches.....</b>	<b>122</b>
<b>4.2.1 Zur Geschäftstätigkeit der Aareal Bank - Geschäftsmodell und Einschätzung des Expertenrats .....</b>	<b>122</b>
<b>4.2.2 Art und Umfang der Beteiligung.....</b>	<b>123</b>
<b>4.2.3 Eigenkapitalanforderungen und Bundesbeteiligungen .....</b>	<b>123</b>
<b>V.4.3 Ausstiegsoptionen.....</b>	<b>124</b>
<b>4.3.1 Ausstiegsoption 1: Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln.....</b>	<b>124</b>
4.3.1.1 Rückführung aus vorhandenen Mitteln .....	124
4.3.1.2 Rückführung aus anfallenden Gewinnen.....	124
<b>4.3.2 Ausstiegsoption 2: Rückführung nach Barkapitalerhöhung.....</b>	<b>124</b>
4.3.2.1 Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital auf Basis bestehender Ermächtigung der Hauptversammlung .....	125
4.3.2.2 Barkapitalerhöhung durch Kapitalerhöhung gemäß FMStBG oder durch Direktbeschluss.....	125

4.3.3 Ausstiegsoption 3: Umtausch in Aktien und anschließender Verkauf.....	126
V.4.4 Zusammenfassung und Empfehlungen .....	127
V.4.5 Nachweise .....	128
<b>VI. Auswirkungen eines Ausstiegs.....</b>	<b>129</b>
VI.1 Auswirkungen auf den deutschen Kapitalmarkt und die Finanzstabilität insgesamt .....	129
VI.2 Auswirkungen auf die Kreditversorgung in Deutschland .....	132
VI.3 Auswirkungen auf den Wettbewerb .....	133
VI.4 Nachweise .....	134

## Abkürzungsverzeichnis

a. A. ....	anderer Ansicht
a. E. ....	am Ende
ABl.EG .....	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
ABl.EU .....	Amtsblatt der Europäischen Union
AEUV .....	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG .....	Aktiengesellschaft
aG .....	siehe VVaG
ähnl. ....	ähnlich
AIG .....	American International Group, Inc.
AktG .....	Aktiengesetz
allg. ....	allgemein
arg. ....	argumentum
Art. ....	Artikel
Aufl. ....	Auflage
Ausg. ....	Ausgabe
AWG .....	Außenwirtschaftsgesetz
AWV .....	Außenwirtschaftsverordnung
BaFin .....	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB .....	Der Betriebs-Berater
BBC .....	British Broadcasting Corporation
Bd. ....	Band
Begr. RegE .....	Begründung des Regierungsentwurfes
BeschlG .....	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
BGB .....	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI. ....	Bundesgesetzblatt
BGH .....	Bundesgerichtshof
BIP .....	Bruttoinlandsprodukt

BIS.....	Bank for International Settlements
BNA.....	Bureau of National Affairs, Inc.
BPCE .....	Banques Populaires Caisses d'Épargne
BT-Drs. ....	Bundestagsdrucksache
bzw. ....	beziehungsweise
ca. ....	circa
CEBS .....	Committee of European Banking Supervisors
CET 1.....	Common Equity Tier 1
CHF .....	Schweizer Franken
CPP.....	Capital Purchase Program
d. h. ....	das heißt
DG Competiton .....	Directorate General for Competition
DTA.....	Deferred Tax Assets
DZWIR .....	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EAA.....	Erste Abwicklungsanstalt
ECB .....	European Central Bank
Ecofin.....	Rat für Wirtschaft und Finanzen
EFSF .....	European Financial Stability Facility
EFSM.....	Europäischer Finanzstabilisierungsmechanismus
EG.....	Europäische Gemeinschaft(en); Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft in seiner durch den Vertrag von Nizza geänderten Fassung
EU.....	Europäische Union
EuGH.....	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
EWU .....	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion
EZB.....	Europäische Zentralbank
f., ff. ....	folgend(e)
FMS-BeschleunigungsG.....	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
FamFG .....	Gesetz über das Verfahren in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit

FAZ.....	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FMSA .....	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FMStBG.....	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
FMStErgG.....	Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz
FMStFG .....	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz
FMStFV .....	Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes
FMStG .....	Finanzmarktstabilisierungsgesetz
FMSW.....	FMS Wertmanagement
Fn.....	Fußnote
G7 .....	Gruppe der Sieben
G20 .....	Gruppe der Zwanzig
GbR.....	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem. ....	gemäß
GG .....	Grundgesetz
ggf.....	gegebenenfalls
GmbH .....	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GroMiKV.....	Verordnung über die Erfassung, Bemessung, Gewichtung und Anzeige von Krediten im Bereich der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften des Kreditwesengesetzes
GSE.....	Government-Sponsored Enterprises
HGB.....	Handelsgesetzbuch
HM Treasury.....	Her Majesty's Treasury
HRE .....	Hypo Real Estate AG
Hrsg. ....	Herausgeber
HS .....	Halbsatz
HSH Nordbank.....	Hamburgisch-schleswig-holsteinische Nordbank AG
HV .....	Hauptversammlung
i. S. v.....	im Sinne von
i. V. m. ....	in Verbindung mit

IFRS.....	International Financial Reporting Standards
IKB.....	IKB Deutsche Industriebank AG
IMF.....	International Monetary Fund
IT.....	Informationstechnik
IWF.....	Internationaler Währungsfonds
k. A. ....	keine Angaben
KfW.....	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG.....	Kommanditgesellschaft
KWG.....	Kreditwesengesetz
LBBW.....	Landesbank Baden-Württemberg
LCR.....	Liquidity Coverage Ratio
LiqV.....	Liquiditätsverordnung
Ltd.....	Limited
LVR.....	Landschaftsverband Rheinland
m. Fn.....	mit Fußnote
max. ....	maximal
Mio. ....	Million
Mrd. ....	Milliarde
MSR.....	Mortgage Servicing Rights
MüKo.....	Münchener Kommentar
n. F. ....	neue Fassung
NJW.....	Neue Juristische Wochenschrift
NordLB.....	Norddeutsche Landesbank
Nr.....	Nummer
NSFR.....	Net Stable Funding Ratio
NZBau.....	Neue Zeitschrift für Baurecht und Vergaberecht
NZG.....	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ.....	Neue Zürcher Zeitung
p. a. ....	pro anno
pbb.....	Deutsche Pfandbriefbank AG

plc .....	public limited company
Q .....	Quartal
RBS.....	Royal Bank of Scotland
resp. ....	respektive
Rn. ....	Randnummer
Rs.....	Rechtssache(n)
RWA.....	Risk Weighted Assets
S.....	Seite(n)
s. ....	siehe
s. o.....	siehe oben
s. u.....	siehe unten
SachsenLB .....	Landesbank Sachsen
Slg.....	Sammlung der Rechtsprechung des Gerichtshofes der Europäischen Gemeinschaften
SoFFin.....	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
sog.....	sogenannt
SolvV .....	Solvabilitätsverordnung
SPPE .....	Société de Prise de Participation de l'Etat
TARP .....	Troubled Asset Relief Program
TERP .....	Theoretical Ex-Rights Price
u. a. ....	unter anderem
u. Ä. ....	und Ähnliches
UA .....	Unterabsatz
Urt.....	Urteil
USD .....	US-Dollar
v. ....	vom
v. a. ....	vor allem
vgl. ....	vergleiche
VVaG.....	Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit
WestImmo.....	Westdeutsche ImmobilienBank AG

WM.....	Wertpapier-Mitteilungen
WSV .....	Wandelschuldverschreibung(en)
WuW.....	Wirtschaft und Wettbewerb
z. B.....	zum Beispiel
z. T.....	zum Teil
ZBB .....	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR .....	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZIP .....	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

## **I. Einleitung**

### **I.1 Der Auftrag und seine Durchführung**

Die Bundesregierung hat am 23. Juni 2010 beschlossen, einen Expertenrat einzusetzen mit dem Auftrag, Ausstiegsstrategien aus den krisenbedingten Beteiligungen des Bundes an Unternehmen des Finanzsektors zu entwickeln. Dem Expertenrat wurde aufgegeben, in Gestalt einer gutachterlichen Stellungnahme eine flexible Zeitplanung für den Ausstieg zu entwickeln. Im Folgenden legt der Expertenrat diese Stellungnahme vor.\*

Bei der Ausarbeitung seiner Empfehlungen sollte der Expertenrat die rechtlichen, insbesondere beihilferechtlichen Rahmenbedingungen der einzelnen Beteiligungen berücksichtigen. Des Weiteren sollte er bei seinen Empfehlungen unter anderem folgende Kriterien einbeziehen:

- die Entwicklung an den internationalen Kapitalmärkten
- Ausstiegsstrategien in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union und in G 20-Staaten
- Auswirkungen eines Ausstiegs auf den deutschen Kapitalmarkt und auf die Finanzmarktstabilität insgesamt
- Auswirkungen eines Ausstiegs auf die Kreditversorgung der Realwirtschaft
- Auswirkungen eines Ausstiegs auf nationale und internationale Wettbewerber
- die wirtschaftliche Situation des jeweiligen Unternehmens
- das fiskalische Interesse an einer Minimierung eines eventuellen Verlustes von eingesetzten Steuergeldern
- die transparente Umsetzbarkeit der vorgeschlagenen Maßnahmen.

Auf der Grundlage des Kabinettsbeschlusses vom 23. Juni 2010 wurden als Mitglieder des Expertenrats durch den Bundesminister der Finanzen Dr. Wolfgang Schäuble berufen:

Prof. Dr. Daniel Zimmer (Vorsitz)

Dr. Werner Brandt

Prof. Dr. Claudia-Maria Buch

Dr. Hans Georg Fabritius

Prof. Martin Hellwig

Hans-Hermann Lotter

---

\* Die Mitglieder des Expertenrates sagen den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern Dank, die bei der Vorbereitung des Gutachtens mitgewirkt haben. In ganz besonderem Maße gilt dies für Frau Corinna Bringmann und Herrn Rouven Morato Adam, die die Arbeit des Expertenrates von Anbeginn organisatorisch begleitet und jeweils vorbereitende Arbeiten zu mehreren Abschnitten geleistet haben. Dank gebührt darüber hinaus Frau Marie-Louise Arlt, Herrn Martin Blaschczok, Herrn Eckart Bueren und Herrn Lukas Rengier für die bei der Vorbereitung einzelner Abschnitte geleistete Unterstützung.

Prof. Dr. Hanno Merkt

Dr. Hans Georg Fabritius nahm die Berufung nicht an.

Der Expertenrat war in seiner Arbeit unabhängig. Er ist im zweiten Halbjahr des Jahres 2010 an zehn Tagen zu Sitzungen zusammengekommen. Er hat mit insgesamt 28 Personen Gespräche geführt. Unter den Gesprächspartnern des Expertenrates waren die Leitungen der vier Institute, an denen der Bund krisenbedingt Beteiligungen hält, Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen, der Leitungsausschuss des Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) sowie Investmentbanker, Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte.

Der Expertenrat hat Zugang zu vertraulichen Informationen gehabt. Er hat namentlich die zwischen dem SoFFin und den Unternehmen, an denen der Bund Beteiligungen erworben hat, geschlossenen Verträge eingesehen. Der Expertenrat hat darüber hinaus Einblick in die Planung von Zuwendungsempfängern erhalten. Er hat zudem Kenntnis von dem Inhalt vertraulicher Gutachten erhalten, die im Auftrag des SoFFin oder einzelner Unternehmen erstellt wurden. Der Expertenrat hat diese Informationen seinerseits bewertet und bei der Erstellung seines Gutachtens berücksichtigt. Das vorliegende Gutachten des Expertenrates gibt keine vertraulichen Informationen wieder.

Das Gutachten ist dem Bundesministerium der Finanzen im Entwurf am 31.12.2010 zugeleitet worden.

Der Expertenrat hat ehrenamtlich gearbeitet. Auslagen wurden seinen Mitgliedern nach Maßgabe des Bundesreisekostenrechts erstattet.

## **1.2 Zur Genese des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes**

Im Zuge der seit 2007 währenden Finanzkrise hat eine große Zahl von Staaten Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten ergriffen, um einen drohenden Zusammenbruch des Finanzsystems abzuwenden. Galten staatliche Hilfsmaßnahmen zunächst einzelnen Instituten in einzelnen Staaten (Northern Rock in Großbritannien; Bear Stearns, Fannie Mae und Freddie Mac in den USA; IKB in Deutschland), kam es im Spätsommer und Frühherbst des Jahres 2008 zu einer Krise des globalen Finanzsystems als Ganzem und zu einer internationalen Koordination der staatlichen Stützungsmaßnahmen.

Auslöser der Systemkrise war die Insolvenz der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers. Am 10. September 2008 musste diese erklären, sie erwarte für das dritte Quartal des Jahres Verluste von 3,9 Mrd. US-Dollar. Daraufhin brach ihre Refinanzierung zusammen. Da auch der Versuch, Beteiligungen und andere Vermögenswerte zu liquidieren, scheiterte, musste die Bank am 15. September 2008 die Einleitung eines Insolvenzverfahrens beantragen. Die US-amerikanische Regierung hatte – anders als zuvor bei anderen Instituten – staatliche Stützungsmaßnahmen verweigert.

Die Lehman-Insolvenz hatte dramatische Folgen. Es kam unmittelbar zu Domino-Effekten bei Vertragspartnern von Lehman Brothers, vornehmlich AIG, der weltgrößte Versicherer, der über Kreditabsicherungsverträge, *Credit Default Swaps*, betroffen war. Es kam weiter zu einem Zusammenbruch verschiedener Derivatmärkte, in denen Lehman Brothers eine zentrale Rolle gespielt hatte. Schließlich führte die Verweigerung der Staatshilfe für Lehman Brothers zu einer allgemeinen Vertrauenskrise im Finanzsektor. Infolge mangelnden Vertrauens kamen die Interbankenmärkte praktisch zum Erliegen. Die Börsen weltweit verzeichneten einen dramatischen Einbruch.

In Deutschland geriet die Hypo Real Estate in Not: Sie hatte sich zu einem erheblichen Teil ihrer Bilanzsumme sehr kurzfristig refinanziert und konnte nun keine Liquidität mehr erlangen; zudem war sie von dem Verfall der Immobilienpreise auf wichtigen Auslandsmärkten betroffen. Es bestand die Sorge, dass eine Insolvenz dieses Instituts angesichts der ohnehin sehr angespannten Marktlage eine Kettenreaktion auslösen könnte, deren Folgen nicht abzusehen und nicht zu kontrollieren wären. Am letzten Septemberwochenende des Jahres 2008 vereinbarten die privaten Banken und die Bundesregierung eine konzertierte Aktion zur Rettung der Hypo Real Estate.

Die Vertrauenskrise hielt in den Folgewochen an. Angesichts einer drastisch steigenden Zahl von Abhebungen von Bankkonten und einer erhöhten Bargeldnachfrage sahen sich Bundeskanzlerin und Finanzminister am 5. Oktober 2008 zu einer öffentlichen Erklärung veranlasst, die Bundesregierung stehe für die Einlagen der Sparerinnen und Sparer ein. Am 7. Oktober erklärten die Wirtschafts- und Finanzminister der EU-Mitgliedstaaten, dass systemwichtige Finanzinstitute geschützt und Einlagen privater Sparer garantiert werden sollten. Diese Erklärungen genühten aber nicht, um das Vertrauen im Finanzsystem wiederherzustellen und die Talfahrt der Börsen zu stoppen. Deshalb vereinbarten die Regierungen führender Industriestaaten konzertierte Maßnahmen zum Schutz des internationalen Finanzsystems. Diese Maßnahmen wurden im wesentlichen bei einem am 10. Oktober 2008 in Washington stattfindenden Treffen der Finanzminister der G7-Staaten und bei einer am 12. Oktober in Paris durchgeführten Zusammenkunft der Staats- und Regierungschefs der Länder der Euro-Zone beschlossen.

Zur Umsetzung dieser Beschlüsse wurde in Deutschland das Finanzmarktstabilisierungsgesetz erlassen. Das Gesetzgebungsverfahren wurde in größter Eile durchgeführt. Der Entwurf wurde unter Federführung des Bundesministeriums der Finanzen von Beamten mehrerer Ministerien unter Heranziehung von Rechtsanwälten am Wochenende vom 11./12. Oktober 2008 erstellt und am Montag, dem 13. Oktober, in einer außerordentlichen Sitzung vom Kabinett beschlossen. Das Gesetzgebungsverfahren wurde bis zum Freitag derselben Woche mit Ausschussberatungen, drei Lesungen im Plenum des Bundestages, Befassung des Bundesrates und Ausfertigung des Gesetzes durch den Bundespräsidenten abgeschlossen.

### **I.3 Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Instrumente und Nutzung**

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)<sup>1</sup> eröffnete dem Bund eine Vielzahl von Handlungsoptionen. Der Bund konnte Garantien für Schuldtitel und andere Verbindlichkeiten von Unternehmen des Finanzwesens übernehmen, um Liquiditätsengpässe zu beheben und die Refinanzierung am Kapitalmarkt zu unterstützen (Art. 1 § 6 FMStG). Der Bund konnte Risikopositionen, insbesondere Forderungen, Wertpapiere, derivative Finanzinstrumente, Rechte und Pflichten aus Kreditzusagen oder Gewährleistungen und Beteiligungen aufkaufen, die von Unternehmen des Finanzsektors vor dem 13. Oktober 2008 erworben wurden (Art. 1 § 8 und Art. 2 § 16 FMStG). Der Bund konnte sich ferner im Wege der Stillen Beteiligung an der Rekapitalisierung von Unternehmen der Finanzbranche beteiligen und hiermit deren Kernkapitalquote stärken (Art. 1 § 7 und Art. 2 § 15 FMStG). Schließlich konnte der Bund durch Erwerb von Anteilen, namentlich einer Aktienbeteiligung, die Eigenkapitalbasis von Unternehmen des Finanzwesens stärken (Art. 1 § 7 und Art. 2 §§ 2 ff. FMStG).

Der Bund hat seit Inkrafttreten des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008 – jeweils handelnd durch den Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) – eine Vielzahl

---

<sup>1</sup> Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes vom 17. Oktober 2008 (BGBl. I S. 1982).

von Maßnahmen ergriffen. Er hat die Ausgabe von Anleihen von Finanzinstituten durch Garantieerklärungen unterstützt und einzelnen Instituten Kreditgarantien erteilt. Zudem hat er sich mit Kapitalmaßnahmen an Finanzinstituten beteiligt: Er hat an der Aareal Bank, der Commerzbank, der Deutschen Pfandbriefbank (einem Konzernunternehmen der Hypo Real Estate) und der WestLB Stille Beteiligungen erworben. An der Commerzbank hat der Bund zudem eine Aktienbeteiligung im Umfang von 25 % des Grundkapitals zuzüglich einer Aktie erworben. Im Laufe des Jahres 2009 hat er an der Hypo Real Estate Holding AG – deren Fortbestand er zuvor durch Garantien gesichert hatte – in mehreren Schritten die Gesamtheit der Aktienanteile erworben. Zudem hat die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung für die Auslagerung problembelasteter Aktiva und ganzer Geschäftsbereiche bei der WestLB und bei der Hypo Real Estate Abwicklungsanstalten (sog. Bad Banks) errichtet. Eine nähere Beschreibung der genannten Maßnahmen erfolgt in den institutsbezogenen Abschnitten dieser gutachterlichen Stellungnahme.

#### **I.4 Der Ausstieg aus den krisenbedingten Beteiligungen als Ziel**

Von Anfang an war vorgesehen, dass die in der Krise eingeführte Staatshilfe für Banken nur vorübergehenden Charakter haben sollte. Diese Absicht wurde von der Bundesregierung immer deutlich gemacht und auch beim Regierungswechsel 2009 im Koalitionsvertrag bekräftigt. Der Auftrag an den Expertenrat folgt diesem Ziel.

Schon im Dezember 2009 hat der Europäische Rat wesentliche Grundsätze für einen Ausstieg aus den seit 2008 erfolgten staatlichen Stützungsmaßnahmen für den Finanzsektor vereinbart. Er ist dabei übereingekommen, dass der schrittweise Ausstieg zwischen den Mitgliedstaaten abgestimmt werden und den länderspezifischen Gegebenheiten Rechnung tragen sollte, da die Krise die Mitgliedstaaten und ihren jeweiligen Finanzsektor unterschiedlich stark getroffen habe. Zudem hat der Rat vereinbart, dass bei dem Zeitplan für den Ausstieg verschiedene Faktoren berücksichtigt werden sollten, darunter die makroökonomische Stabilität und die Stabilität des Finanzsektors, das Funktionieren des Kreditflusses, eine Bewertung der Systemrisiken sowie der natürliche schrittweise Ausstieg von Seiten der Banken; ferner hat er vereinbart, dass der schrittweise Ausstieg aus der Unterstützung mit den staatlichen Bürgschaften beginnen solle.<sup>2</sup>

Die vom Europäischen Rat genannten Faktoren spielen auch in der Analyse des Expertenrats eine zentrale Rolle. Diese Analyse steht allerdings unter dem Vorbehalt, dass derzeit nicht abzuschätzen ist, welche Risiken das Finanzsystem noch bedrohen. Im Dezember 2009, als der Europäische Rat sich mit dem Ausstieg befasste, konnte man davon ausgehen, dass die schlimmste Phase der Krise vorüber sei, dass die Krise der US-amerikanischen Hypothekenverbriefungen und ihre Weiterungen durch die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen weitgehend bewältigt worden war. Im Laufe des Jahres 2010 ist dann die Krise der Staatsfinanzen, vor allem im Euro-Raum ausgebrochen, ferner die Immobilienkrisen in einigen Ländern der Europäischen Union. Im öffentlichen Diskurs wird die Krise der Staatsfinanzen vor allem als Politikum wahrgenommen, das die Zukunft der Europäischen Währungsunion bedroht und die Mitgliedstaaten vor große Herausforderungen stellt. Jedoch birgt diese Krise auch substanzielle Risiken für die Banken, die die betreffenden Staatspapiere halten.

Sollten diese Risiken sich realisieren, so wäre die dieser Stellungnahme zugrundeliegende Analyse in der Einschätzung der Situation des Finanzsystems zu optimistisch. Die zentralen

---

<sup>2</sup> Vgl. Presseerklärung zur 3003. Tagung des Rates Wirtschaft und Finanzen Brüssel vom 16. März 2010, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=PRES/10/63&format=HTML&aged=-0&language=DE&guiLanguage=en>.

Aussagen zur Beurteilung verschiedener Ausstiegsstrategien wären davon aber nicht betroffen. Der Ausstieg müsste dann behutsamer angegangen werden. Allerdings betont der Expertenrat in seiner Stellungnahme durchweg die Notwendigkeit, das Vorgehen im Einzelnen jeweils an die Situation der betroffenen Institute, der Märkte und des Finanzsystems anzupassen.

### **I.5 Nachweis**

Presseerklärung zur 3003. Tagung des Rates Wirtschaft und Finanzen Brüssel vom 16. März 2010, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=PRES/10/63&format=-HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>.

## **II. Überblicksdarstellungen zu verschiedenen im Mandat genannten Aspekten**

### **II.1 Wichtige rechtliche Rahmenbedingungen, insbesondere beihilferechtliche Bedingungen**

#### **1.1 Beihilferechtliche Rahmenbedingungen**

##### **1.1.1 Einführung**

Unter Beihilfen versteht man staatliche oder aus staatlichen Mitteln gewährte Zuwendungen, die ohne marktgerechte Gegenleistung erfolgen und die durch die Begünstigung bestimmter Unternehmen oder Produktionszweige den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen. Aus Art. 107 I AEUV ergibt sich ein grundsätzliches Beihilfenverbot, soweit der zwischenstaatliche Handel beeinträchtigt wird. Ausnahmen von diesem Grundsatz finden sich in Art. 107 II und III AEUV. Während eine Beihilfe im Anwendungsbereich von Art. 107 II AEUV per se zulässig ist, trifft die Kommission im Rahmen von Absatz 3 eine Ermessensentscheidung. Nach Art. 108 III 1 AEUV sind die Mitgliedstaaten zur Anmeldung der beabsichtigten Einführung oder Umgestaltung von Beihilfen verpflichtet (Notifikation). Gemäß Art. 108 III 3 AEUV dürfen die Mitgliedstaaten die beabsichtigte Maßnahme nicht durchführen, bevor die Kommission eine abschließende Entscheidung erlassen hat (Durchführungsverbot).

##### **1.1.2 Die Reaktion der Kommission auf die Finanzkrise**

Bis Herbst 2008 beurteilte die Kommission Beihilfen für Banken in Schwierigkeiten nach den Leitlinien zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten (R&U-Leitlinien)<sup>3</sup>, die auf Art. 87 IIIc EG (heute: Art.107 IIIc AEUV) gestützt wurden, nach dem Beihilfen zur Förderung und Entwicklung gewisser Wirtschaftszweige oder Wirtschaftsgebiete zulässig sein können. Als die Kommission erkannte, dass die Krise nicht auf den US-Hypothekenmarkt beschränkt blieb, sondern sich zu einer weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise entwickelte, veröffentlichte sie am 13.10.2008 die Bankenmitteilung<sup>4</sup>. Als Rechtsgrundlage zieht sie nun Art. 87 IIIb EG (heute: Art. 107 IIIb AEUV) heran, nach dem Beihilfen zur Behebung einer beträchtlichen Störung im Wirtschaftsleben eines Mitgliedstaats gewährt werden dürfen.<sup>5</sup> Diese Vorschrift ist nach der Rechtsprechung des EuGH zwar restriktiv auszulegen,<sup>6</sup> allerdings hält die Kommission die Voraussetzungen infolge der Ausweitung der Finanzmarktkrise, insbesondere in Anbetracht des Vertrauensverlustes auf dem Interbankenmarkt,<sup>7</sup> der Erfassung auch grundsätzlich gesunder Banken<sup>8</sup> und der möglichen Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft der Mitgliedstaaten,<sup>9</sup> für gegeben. Später

---

<sup>3</sup> Mitteilung der Kommission – Leitlinien der Gemeinschaft für staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten, ABl.EU 2004 Nr. C 244/2, im Folgenden „R&U-Leitlinien“.

<sup>4</sup> Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der derzeitigen globalen Finanzkrise, ABl.EU 2008 Nr. C 270/8, im Folgenden „Bankenmitteilung“.

<sup>5</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 9.

<sup>6</sup> Vgl. 17. Bericht der Kommission über die Wettbewerbspolitik 1987, 1988, Rn. 186 sowie 21. Bericht der Kommission über die Wettbewerbspolitik 1991, 1992, Rn. 251.

<sup>7</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 1.

<sup>8</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 2.

<sup>9</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 9.

veröffentlichte die Kommission die Rekapitalisierungsmitteilung<sup>10</sup>, die Risikoaktivamitteilung<sup>11</sup> und die Umstrukturierungsmitteilung<sup>12</sup>.

### 1.1.2.1 Mitteilungen der Kommission

Die Kommission konkretisiert in den vier Mitteilungen die Kriterien für die Prüfung von Beihilfen nach Art. 87 IIIb EG (heute: Art. 107 IIIb AEUV). Bei den Mitteilungen handelt es sich um soft law, das die Gerichte nicht bindet. Die Kommission muss die Vorgaben allerdings infolge des Gleichbehandlungsgrundsatzes einhalten.

#### Die Bankenmitteilung

Maßgeblich für die Heranziehung des Art. 87 IIIb EG (heute: Art. 107 IIIb AEUV) sind laut Kommission die möglichen Auswirkungen der Finanzkrise auf die Gesamtwirtschaft der Mitgliedstaaten.<sup>13</sup> Wenn es in anderen Branchen zu einer Krisensituation kommt, aber kein vergleichbares Risiko einer unmittelbaren Auswirkung auf die Gesamtwirtschaft eines Mitgliedstaats besteht, findet Art. 87 IIIb EG (heute: Art. 107 IIIb AEUV) keine Anwendung.<sup>14</sup> Ferner kann Art. 87 IIIb EG (heute: Art. 107 IIIb AEUV) nur so lange herangezogen werden, wie dies durch die Krisensituation gerechtfertigt ist.<sup>15</sup>

Die Kommission beschreibt die allgemeinen Voraussetzungen für jede Beihilfengewährung: Die Beihilfe muss geeignet sein, zur Überwindung der Krise beizutragen, darf nicht über das zur Erreichung des Ziels erforderliche Maß hinausgehen und nicht zu unverhältnismäßigen Wettbewerbsverzerrungen oder nachteiligen spill-over-Effekten auf andere Branchen führen.<sup>16</sup> Zudem ist der Grundsatz der Nichtdiskriminierung zu beachten.<sup>17</sup>

Zudem differenziert die Kommission zwischen grundsätzlich gesunden Finanzinstituten, also solchen mit exogenen Problemen, und Finanzinstituten mit endogenen Problemen. Erstere definiert die Bankenmitteilung als solche, die nur durch die Finanzkrise in Schwierigkeiten geraten sind, und letztere als solche, die ihre Verluste aufgrund von Ineffizienz, mangelhaftem Aktiv-Passiv-Management oder riskanten Strategien selbst verursacht haben.<sup>18</sup> In der Bankenmitteilung geht die Kommission noch davon aus, dass grundsätzlich ungesunde Banken regelmäßig nach den R&U-Leitlinien zu beurteilen sind<sup>19</sup> und Rekapitalisierungsregelungen nur der Unterstützung grundsätzlich gesunder Banken dienen sollen<sup>20</sup>.

---

<sup>10</sup> Mitteilung der Kommission – Die Rekapitalisierung von Finanzinstituten in der derzeitigen Finanzkrise: Beschränkung der Hilfen auf das erforderliche Minimum und Vorkehrungen gegen unverhältnismäßige Wettbewerbsverzerrungen, ABl.EU 2009 Nr. C 10/2, im Folgenden „Rekapitalisierungsmitteilung“.

<sup>11</sup> Mitteilung der Kommission über die Behandlung wertgeminderter Aktiva im Bankensektor der Gemeinschaft, ABl.EU 2009 Nr. C 72/1, im Folgenden „Risikoaktivamitteilung“.

<sup>12</sup> Mitteilung der Kommission über die Wiederherstellung der Rentabilität und die Bewertung von Umstrukturierungsmaßnahmen im Finanzsektor im Rahmen der derzeitigen Krise gemäß den Beihilfavorschriften, ABl.EU 2009 Nr. C 195/9, im Folgenden „Umstrukturierungsmitteilung“.

<sup>13</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 9.

<sup>14</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 11. Später hat die Kommission die Voraussetzungen für Beihilfen an Unternehmen der Realwirtschaft im Hinblick auf die Krise gelockert, siehe Mitteilung der Kommission – Vorübergehender Gemeinschaftsrahmen für staatliche Beihilfen zur Erleichterung des Zugangs zu Finanzierungsmitteln in der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise, ABl.EU 2009 Nr. C 17/1.

<sup>15</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 12.

<sup>16</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 15.

<sup>17</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 16.

<sup>18</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 14.

<sup>19</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 14.

<sup>20</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 34.

Wegen der Eilbedürftigkeit einiger Maßnahmen hat die Kommission geeignete Vorkehrungen getroffen, um schnell, wenn nötig auch innerhalb 24 Stunden und über ein Wochenende, entscheiden zu können.<sup>21</sup> Die Reduzierung des Prüfungsumfangs, die oftmals mit der Notwendigkeit einer schnellen Entscheidung verbunden ist, stellt eine Konkretisierung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes dar, wenn bei Einhaltung des üblichen Prüfungsrahmens Schäden zu befürchten sind, die im Vergleich zu den Vorteilen der tiefer gehenden Prüfung unangemessen erscheinen.<sup>22</sup>

Ferner geht die Kommission auf die verschiedenen Beihilfemaßnahmen und deren Voraussetzungen ein. Die Regelungen gewähren den Mitgliedstaaten weite Gestaltungsspielräume, so dass die Rettungspakete den individuellen Marktverhältnissen Rechnung tragen können.

### **Garantien**

Als mögliche Unterstützungsmaßnahmen kommen zunächst Garantien in Betracht. Die von den Mitgliedstaaten diesbezüglich getroffenen Regelungen müssen objektive Kriterien für die Stützungswürdigkeit der Finanzinstitute vorgeben und diskriminierungsfrei gestaltet sein.<sup>23</sup>

In der Mitteilung wird nach der Art der gedeckten Verbindlichkeiten unterschieden. Anders als bei Garantien für Privatkundeneinlagen ist bei solchen für Großkundeneinlagen und kurz- bis mittelfristige Schuldtitel zu prüfen, inwiefern diese infolge der Kreditklemme auf dem Interbankenmarkt gerechtfertigt sind. Dabei hat eine strenge Verhältnismäßigkeitsprüfung zu erfolgen, um Verzögerungen des ansonsten notwendigen Anpassungsprozesses zu verhindern und keine Anreize zu Fehlverhalten zu setzen.<sup>24</sup> Grundsätzlich unzulässig ist die Bereitstellung von Garantien für nachrangige Schuldtitel (Tier-2-Kapital).<sup>25</sup> Die Geltungsdauer solcher Garantien, die nicht nur der Absicherung von Privatkundeneinlagen dienen, ist auf zwei Jahre beschränkt. Soweit die Regelung zulässt, dass Garantien Verbindlichkeiten bis zu einem Fälligkeitstermin nach Ablauf der zwei Jahre decken, sind zur Vermeidung übermäßiger Wettbewerbsverzerrungen zusätzliche Schutzmaßnahmen erforderlich, etwa Behebungsfristen von weniger als zwei Jahren, abschreckende Entgeltbedingungen oder angemessene Obergrenzen.<sup>26</sup>

Ferner haben die Mitgliedstaaten in ihren Regelungen sicherzustellen, dass Höhe und Intensität der Beihilfe durch einen beträchtlichen Eigenbetrag des Begünstigten und/oder des Sektors auf das erforderliche Mindestmaß begrenzt sind.<sup>27</sup> So können sie z.B. ein angemessenes Entgelt, dessen Betrag so weit wie möglich dem als Marktpreis zu betrachtenden Wert angenähert sein sollte, verlangen, bei Inanspruchnahme der Garantie die Pflicht zur Rückzahlung eines erheblichen Teils der ausstehenden Verbindlichkeiten durch das begünstigte Unternehmen oder den Sektor vorsehen sowie Rückforderungs- oder Besserungsklauseln einführen, wenn das Entgelt nicht sofort in voller Höhe entrichtet werden kann.<sup>28</sup>

Zudem haben die Mitgliedstaaten Maßnahmen zu treffen, um unverhältnismäßige Wettbewerbsverzerrungen und den Missbrauch der vorteilhaften Lage durch die Begünstigten

---

<sup>21</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 53.

<sup>22</sup> *Jestaedt/Wiemann*, WuW 2009, S. 606, 610.

<sup>23</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 18.

<sup>24</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 20 f.

<sup>25</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 23.

<sup>26</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 24.

<sup>27</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 25.

<sup>28</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 26.

zu verhindern. Als Schutzmechanismen sind Verhaltensmaßnahmen zu treffen, die gewährleisten, dass die Begünstigten die Garantie nicht für eine aggressive Expansion zu Lasten der nicht unterstützten Wettbewerber nutzen. Denkbar sind etwa Restriktionen in Bezug auf Geschäftsverhalten, Preisfestsetzung oder Geschäftsexpansion, eine Begrenzung der Bilanzsumme sowie ein Verbot von Verhaltensweisen, die mit dem Zweck der Garantie unvereinbar sind, wie z.B. ein Aktienrückkauf durch die begünstigten Finanzinstitute. Des Weiteren müssen die Mitgliedstaaten Vorschriften erlassen, die die Durchsetzung der Verhaltensmaßnahmen und im Falle der Nichtbefolgung die Rücknahme der Garantie ermöglichen.<sup>29</sup>

Bei Inanspruchnahme der Garantie sind Maßnahmen zur Umstrukturierung oder Liquidation zu treffen, sobald die Situation der Finanzmärkte dies zulässt. Infolgedessen haben die Begünstigten innerhalb von sechs Monaten nach den Zahlungen einen Umstrukturierungs- bzw. einen Liquidationsplan vorzulegen.<sup>30</sup>

### ***Rekapitalisierungen***

Unter Rekapitalisierung versteht man die Bereitstellung öffentlicher Mittel zur Stärkung der Kapitaldecke der Finanzinstitute.<sup>31</sup> Grundsätzlich gelten die Regelungen für die Garantien entsprechend.<sup>32</sup> Voraussetzung für eine Rekapitalisierung ist die Vorlage eines von der Kommission zu prüfenden Umstrukturierungsplans.<sup>33</sup> Grundsätzlich gesunde Finanzinstitutionen müssen einen solchen nach der Rekapitalisierungsmitteilung jedoch nur erstellen, wenn sie nach der Rekapitalisierung in Schwierigkeiten geraten.<sup>34</sup> Zudem sind Schutzmechanismen gegen Missbrauch und unverhältnismäßige Wettbewerbsverfälschungen vorzusehen.<sup>35</sup> In Konkretisierung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes sollen aggressive Geschäftsstrategien durch Maßnahmen wie z.B. strengere Mindestkapitalanforderungen oder eine Begrenzung der Bilanzsumme verhindert werden.<sup>36</sup> Bei Kapitalbeteiligungen sollte der Mitgliedstaat im Gegenzug Rechte im Wert seines Beitrags zur Rekapitalisierung erhalten. Der Ausgabepreis neuer Anteile ist dabei auf der Grundlage einer marktorientierten Bewertung festzulegen. Um eine angemessene Gegenleistung sicherzustellen, werden Instrumente wie adäquat vergütete Vorzugsaktien positiv bewertet. Ansonsten können auch Rückforderungsklauseln oder Besserungsmechanismen eingeführt werden.<sup>37</sup>

### ***Kontrollierte Liquidation***

Eine kontrollierte Liquidation liegt nahe, wenn eine Rettungsbeihilfe erfolglos bleibt, eine Umstrukturierung nicht sinnvoll erscheint oder bereits misslungen ist oder wenn im Garantiefall die Liquidation automatisch zu erfolgen hat.<sup>38</sup> Dabei ist das moralische Risiko so gering wie möglich zu halten, insbesondere, indem verhindert wird, dass Anteilseigner und bestimmte Arten von Gläubigern von den Beihilfen profitieren.<sup>39</sup> Das betreffende Finanzinstitut soll keine neuen Tätigkeiten aufnehmen und die Banklizenz soll ihm so schnell

---

<sup>29</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 27.

<sup>30</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 30.

<sup>31</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 34.

<sup>32</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 35.

<sup>33</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 35.

<sup>34</sup> Rekapitalisierungsmitteilung (Fn. 10) Rn. 42.

<sup>35</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 35.

<sup>36</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 38.

<sup>37</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 39.

<sup>38</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 43.

<sup>39</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 46.

wie möglich entzogen werden.<sup>40</sup> Ferner sind entsprechend den Garantieregelungen bestimmte Gläubiger zu entschädigen.<sup>41</sup> Der Verkauf soll in einem offenen, diskriminierungsfreien Verfahren durchgeführt werden und zu Marktkonditionen erfolgen. Falls dem zum Verkauf stehenden Institut eine Beihilfe gewährt werden muss, ist diese nach den Grundsätzen der R&U-Leitlinien zu prüfen.<sup>42</sup>

### ***Andere Liquiditätshilfen***

Bei anderen Liquiditätshilfen ist zunächst zu prüfen, ob überhaupt eine Beihilfe vorliegt. So gehören beispielsweise geldpolitische Maßnahmen der Zentralbanken mangels Selektivität nicht zum Anwendungsbereich des Art. 107 I AEUV.<sup>43</sup> Auch die Unterstützung eines einzelnen Finanzinstituts stellt nicht zwingend eine Beihilfe dar.<sup>44</sup>

### **Die Rekapitalisierungsmitteilung**

Die Rekapitalisierungsmitteilung dient der Wiederherstellung der Finanzstabilität, der Sicherstellung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft sowie der Vermeidung systemischer Auswirkungen einer möglichen Insolvenz einzelner Banken.<sup>45</sup> Die Kommission konkretisiert die Regelungen zur Rekapitalisierung, insbesondere zum Umfang der von der Bank zu leistenden Vergütung. Dabei betont sie, dass Wettbewerbsverzerrungen sich am besten durch eine eng an die Marktsätze angelehnte Vergütung begrenzen lassen.<sup>46</sup> Die Kommission akzeptiert die vereinbarte Vergütung, wenn die Kapitalzuführung zu gleichen Bedingungen zu mindestens 30 % durch private Investoren erfolgt.<sup>47</sup> Wie in der Bankenmitteilung differenziert die Kommission zwischen grundsätzlich gesunden Banken und solchen mit endogenen Problemen. Allerdings kommt der Abgrenzung nun keine entscheidende Bedeutung mehr für die Frage zu, ob die Mitteilungen Anwendung findet, sondern nur noch für die Bedingungen, unter denen eine staatliche Hilfe gewährt werden darf, nämlich hinsichtlich der Höhe einer angemessenen Vergütung, der Notwendigkeit zusätzlicher Ausgleichsmaßnahmen und hinsichtlich der Frage, ob eine Umstrukturierung zu erfolgen hat und mithin ein Umstrukturierungsplan vorzulegen ist.<sup>48</sup>

### **Die Risikoaktivamitteilung**

Die Risikoaktivamitteilung soll kurzfristig zur Sicherung der Finanzstabilität und zur Unterstützung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft sowie langfristig zur Rückkehr zu einem lebensfähigen Bankensektor unter Berücksichtigung der Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte beitragen.<sup>49</sup> Gegenstand der Risikoaktivamitteilung ist die Übernahme von toxic assets durch Abwicklungsanstalten. Hinsichtlich der Voraussetzungen und Folgen der Maßnahmen ist nach Risikoprofil und Lebensfähigkeit der begünstigten Bank zu unterscheiden.<sup>50</sup> Hinsichtlich der Wertminderungen bei den Aktiva, für die die Entlastung beantragt wird, wird uneingeschränkte Transparenz und volle Offenlegung gefordert.<sup>51</sup> Ferner

---

<sup>40</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 47.

<sup>41</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 48.

<sup>42</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 49.

<sup>43</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 51.

<sup>44</sup> Bankenmitteilung (Fn. 4) Rn. 65.

<sup>45</sup> Rekapitalisierungsmitteilung (Fn. 10) Rn. 4 ff.

<sup>46</sup> Rekapitalisierungsmitteilung (Fn. 10) Rn. 19.

<sup>47</sup> Rekapitalisierungsmitteilung (Fn. 10) Rn. 21.

<sup>48</sup> Rekapitalisierungsmitteilung (Fn. 4) Rn. 42, 44. Grundsätzlich gesunde Banken sind aber zumindest zur Vorlage einer Rentabilitätsanalyse verpflichtet, Umstrukturierungsmitteilung (Fn. 12) Rn. 4 m. Fn. 4.

<sup>49</sup> Risikoaktivamitteilung (Fn. 11) Rn. 5 ff.

<sup>50</sup> Risikoaktivamitteilung (Fn. 11) Rn. 17.

<sup>51</sup> Risikoaktivamitteilung (Fn. 11) Rn. 20.

sind die mit den wertgeminderten Aktiva verbundenen Kosten angemessen auf Staat, Anteilseigner und Gläubiger zu verteilen.<sup>52</sup> Zudem muss die begünstigte Bank geeignete Maßnahmen zur Wiederherstellung der Rentabilität und zum Ausgleich von Wettbewerbsverzerrungen treffen.<sup>53</sup> Der Umfang der notwendigen Umstrukturierung richtet sich nach zahlreichen Kriterien, wie z.B. dem Anteil der den Entlastungsmaßnahmen unterliegenden Vermögenswerte der Bank, dem Übernahmepreis dieser Vermögenswerte im Vergleich zum Marktpreis und der Solidität des Geschäftsmodells.<sup>54</sup> Die Genehmigung der Kommission gilt für einen Zeitraum von sechs Monaten und erfolgt unter der Bedingung, dass für die begünstigte Bank (auch wenn sie grundsätzlich gesund ist) innerhalb von drei Monaten nach Beginn der Maßnahme entweder ein Umstrukturierungsplan oder eine Rentabilitätsanalyse vorgelegt wird.<sup>55</sup>

### **Die Umstrukturierungsmitteilung**

In der Umstrukturierungsmitteilung ergänzt die Kommission die Kriterien für die Bestimmung des Umfangs von Umstrukturierungen und Ausgleichsmaßnahmen infolge beihilfebedingter Wettbewerbsverzerrungen.<sup>56</sup> Hinsichtlich der Maßnahmen zur Begrenzung von Wettbewerbsverzerrungen nennt und konkretisiert die Kommission als Kriterien die Höhe der Beihilfe sowie die Bedingungen und Umstände, unter denen sie gewährt wurde, und die Merkmale der Märkte, auf denen die begünstigte Bank tätig sein wird.<sup>57</sup> Zudem setzt sie Verhaltensregeln zur Missbrauchsvermeidung wie z.B. das Verbot des Erwerbs konkurrierender Unternehmen voraus.<sup>58</sup> In Abweichung zur bisherigen Praxis darf die Umstrukturierung statt ursprünglich zwei bis drei Jahren nun fünf Jahre in Anspruch nehmen.<sup>59</sup> Ferner rückt die Kommission vom im Rahmen der R&U-Leitlinien geltenden Grundsatz „one time, last time“ ab, indem sie krisenbedingte Beihilfen auch wiederholt zulässt.<sup>60</sup>

#### **1.1.2.2 Der Exit der Kommission aus dem gelockerten Beihilferahmen**

##### **Strengere Anforderungen an mitgliedstaatliche Garantiemodelle**

Das DG Competition Staff Working Document vom 30.4.2010<sup>61</sup> formuliert als Ziel, die Inanspruchnahme staatlicher Garantien durch Banken zu reduzieren und den ersten Schritt zum stufenweisen Abbau der staatlichen Hilfen zu veranlassen.<sup>62</sup> In Anbetracht der verbesserten Refinanzierungsmöglichkeiten für Banken sowie der Anzeichen für die Stabilisierung und Erholung der Finanzmärkte und der gesamten Wirtschaft der Mitgliedstaaten soll zu einer normal funktionierenden Marktwirtschaft zurückgekehrt und die Konsolidierung der Staatsfinanzen erleichtert werden.<sup>63</sup> Gesunde Banken sollen zum Ausstieg gebracht und andere Banken dazu veranlasst werden, ihre strukturellen Schwächen zu

---

<sup>52</sup> Risikoaktivamitteilung (Fn. 11) Rn. 21 ff.

<sup>53</sup> Risikoaktivamitteilung (Fn. 11) Rn. 49 ff.

<sup>54</sup> Risikoaktivamitteilung (Fn. 11) Rn. 52.

<sup>55</sup> Risikoaktivamitteilung (Fn. 11) Anhang V.

<sup>56</sup> Umstrukturierungsmitteilung (Fn. 12) Rn. 4.

<sup>57</sup> Umstrukturierungsmitteilung (Fn. 12) Rn. 30 ff.

<sup>58</sup> Umstrukturierungsmitteilung (Fn. 12) Rn. 39 ff.

<sup>59</sup> Umstrukturierungsmitteilung (Fn. 12) Rn. 15 m. Fn. 2.

<sup>60</sup> Umstrukturierungsmitteilung (Fn. 12) Rn. 16.

<sup>61</sup> DG Competition Staff Working Document, The Application of State Aid Rules to Government Guarantee Schemes Covering Bank Debt to Be Issued After 30 June 2010, 30 Juni 2010, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/studies\\_reports/phase\\_out\\_bank\\_guarantees.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/phase_out_bank_guarantees.pdf), im Folgenden „DG Competition Staff Working Document“.

<sup>62</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 2, 8 f.

<sup>63</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 2.

beseitigen.<sup>64</sup> Den größten Teil der Begünstigten machen mittlerweile solche Banken aus, die sich Umstrukturierungsmaßnahmen nach einer Kommissionsentscheidung unterziehen oder bei denen die Ausgestaltung der Maßnahmen noch von einer endgültigen Entscheidung abhängt sowie solche, die zwar keine Umstrukturierungsmaßnahmen vornehmen müssen, aber über ein relativ niedriges Rating der Stufe A oder niedriger verfügen.<sup>65</sup> Die Marktbedingungen haben sich dem Working Document zufolge verbessert, so dass Risiken hinsichtlich der Finanzmarktstabilität abgenommen haben und sich die Wettbewerbsverzerrungen bezüglich solcher Banken, die garantierte Anleihen emittieren, aber gegenwärtig nicht zu Umstrukturierungsmaßnahmen verpflichtet sind, und solcher, die unter normalen Marktbedingungen emittieren, vergrößern. Dies lasse sich darauf zurückführen, dass die Finanzierungskosten, auch unter Berücksichtigung der zu zahlenden Gebühr, bei Vorhandensein von Garantien wesentlich geringer seien als bei ungesicherten Verbindlichkeiten, v.a. im Falle von Banken mit gering geschätzter Bonität. Bei den Anforderungen an die mitgliedstaatlichen Garantiemodelle sei zu berücksichtigen, dass ausreichende Flexibilität verbleiben müsse, um landesspezifischen Besonderheiten gerecht zu werden und den Zeitplan eines möglichen Auslaufens an diese anzupassen sowie den Fortschritt bei der Wiederherstellung der Finanzmarktstabilität zu gewährleisten.<sup>66</sup>

### ***Erhöhung der Vergütung***

Die Kommission verlangt hinsichtlich solcher Garantien, die im Rahmen eines mitgliedstaatlichen Garantiemodells ab dem 1.7.2010 gewährt werden, eine höhere Vergütung.<sup>67</sup> An der bisherigen Praxis bezüglich der Festsetzung der Gebührenhöhe sei zu kritisieren, dass hinsichtlich des Ratings, das ein wesentliches Element zur Bestimmung der Vergütung darstellt, auf die Daten vor der Krise zurückgegriffen wird, so dass die nach Lehman Brothers erfolgten Herabstufungen keine Berücksichtigung finden und die Wahrscheinlichkeit von Wettbewerbsverzerrungen steigt.<sup>68</sup> Banken mit einem niedrigeren Rating profitierten unverhältnismäßig mehr von Garantien als solche mit einem höheren Rating, weil sie normalerweise wegen ihres niedrigen Ratings einen höheren Marktpreis zahlen müssten. Mithin seien die zu zahlenden Gebühren unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Marktbedingungen und der individuellen aktuellen Bonität zu erhöhen.

### ***Vorlage eines Rentabilitätsplans***

Ferner verlangt die Kommission unter bestimmten Voraussetzungen die Erstellung eines Rentabilitätsplans.<sup>69</sup> So sollen Begünstigte, die nach dem 30.6.2010 Garantien in Anspruch nehmen und deren von einer staatlichen Garantie abgedeckte ausstehende Verbindlichkeiten sowohl absolut als auch im Verhältnis zu den Gesamtverbindlichkeiten einen bestimmten Schwellenwert übersteigen, innerhalb von drei Monaten nach Gewährung der Garantie zur Vorlage eines Rentabilitätsplans verpflichtet sein. Dabei sollen der absolute bei 500 Mio. Euro und der relative Schwellenwert bei 5 % liegen.<sup>70</sup> So soll sichergestellt werden, dass Banken notwendige strukturelle Maßnahmen nicht im Vertrauen auf Unterstützung durch staatliche Garantien aufschieben. Diese Regelungen finden keine Anwendung auf Banken, die schon Umstrukturierungsmaßnahmen getroffen haben, durch einen vorliegenden Umstrukturierungsplan zu solchen verpflichtet sind oder sich bereits nach einem

---

<sup>64</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 2, 3.

<sup>65</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 3.

<sup>66</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 3 f., 9.

<sup>67</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 4 ff.

<sup>68</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 5.

<sup>69</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 6 ff.

<sup>70</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 7.

Rentabilitätsplan zu richten haben. Die Kommission bezweckt, den Banken zu signalisieren, dass sie sich mit der schrittweisen Erholung des Finanzsektors auf eine Rückkehr zu normalen Marktmechanismen ohne staatliche Unterstützung einstellen müssen. Gesunde Banken sollen motiviert werden, zumindest weitestgehend auf Staatsgarantien zu verzichten und andere Banken veranlasst werden, über ihre langfristige Rentabilität und mögliche Umstrukturierungsmaßnahmen nachzudenken.<sup>71</sup> Durch eine Flexibilitätsklausel wird ermöglicht, Umstände, die sich auf die Lage der verschiedenen Banken oder mitgliedstaatlichen Finanzmärkte auswirken sowie einer möglichen Verschlechterung der Finanzmarktstabilität Rechnung zu tragen.

### **Verlängerung des neuen Rechtsrahmens**

In jeder der vier Mitteilungen des neuen Rechtsrahmens findet sich der Hinweis, dass die Beihilfemaßnahmen nur auf begrenzte Dauer zulässig sind. Es wird klargestellt, dass die Unterstützungsmaßnahmen nur als erste unmittelbare Reaktion auf die Stresssituation auf den Finanzmärkten und nur so lange, wie diese außergewöhnlichen Umstände vorliegen, gerechtfertigt sind. Während die Umstrukturierungsmitteilung nur für Beihilfen gilt, die bis zum 31.12.2010 angemeldet worden sind, sind die anderen Mitteilungen nicht bis zu einem bestimmten Termin befristet. In ihrer Mitteilung über die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der Finanzkrise ab dem 1. Januar 2011<sup>72</sup> verlängert die Kommission die Anwendbarkeit von Art. 107 IIIb AEUV und damit der Bankenmitteilung, der Rekapitalisierungsmitteilung und der Risikoaktivamitteilung sowie der Umstrukturierungsmitteilung um ein Jahr. Sie begründet dies mit der seit kurzem erneut angespannten Lage auf den Finanzmärkten und dem Risiko umfangreicher negativer Nebeneffekte.<sup>73</sup> In Anbetracht der ausgeprägten Volatilität der Finanzmärkte und der unsicheren wirtschaftlichen Aussichten sei es gerechtfertigt, dass die Mitgliedstaaten weiterhin nach Art. 107 IIIb AEUV Beihilfen gewähren dürften.<sup>74</sup>

Allerdings modifiziert die Kommission die Mitteilungen, um den angestrebten Ausstieg zu erleichtern. So können staatliche Garantien, deren beihilferechtliche Genehmigung am 31.12.2010 ausläuft, auf Grundlage der seit Juli 2010 geltenden strengeren Regelungen (s.o.) für weitere sechs Monate bis zum 30.6.2011 genehmigt werden.<sup>75</sup> Des Weiteren muss ab dem 1.1.2011 jeder Begünstigte einer Rekapitalisierung oder Entlastungsmaßnahme für wertgeminderte Vermögenswerte einen Umstrukturierungsplan vorlegen, die Unterscheidung zwischen grundsätzlich gesunden und notleidenden Finanzinstituten wird also aufgegeben.<sup>76</sup> So soll den Banken signalisiert werden, dass sie sich mit der schrittweisen Erholung des Finanzsektors auf eine Rückkehr zu normalen Marktmechanismen ohne staatliche

---

<sup>71</sup> DG Competition Staff Working Document (Fn. 61) S. 8.

<sup>72</sup> Die vorläufige Fassung der Mitteilung ist abrufbar unter [http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/legislation/banks\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/legislation/banks_de.pdf).

<sup>73</sup> Vorläufige Fassung der Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der Finanzkrise ab dem 1. Januar 2011, Rn 5.

<sup>74</sup> Vorläufige Fassung der Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der Finanzkrise ab dem 1. Januar 2011 Rn 6.

<sup>75</sup> Vorläufige Fassung der Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der Finanzkrise ab dem 1. Januar 2011 Rn 10.

<sup>76</sup> Vorläufige Fassung der Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der Finanzkrise ab dem 1. Januar 2011 Rn 14.

Unterstützung einstellen müssen und ein Anreiz geschaffen werden, die Umstrukturierung zu beschleunigen.<sup>77</sup> Zudem enthält auch diese Mitteilung eine Flexibilitätsklausel.

## 1.2 Gesellschafts-, kapitalmarkt- und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

### 1.2.1 Einführung

Der Bundesgesetzgeber hat mit dem Restrukturierungsgesetz von 2010 den bestehenden rechtlichen Rahmen geändert, um einen Ausstieg des Bundes aus seinen Beteiligungen zu erleichtern. Der Gesetzesbegründung zufolge sind die Beteiligungen „nach Erreichen des Stabilisierungszwecks und unter Wahrung der Interessen des Steuerzahlers zügig zurückzuführen“,<sup>78</sup> d.h. dem haushälterischen Ziel entsprechend nach Möglichkeit ohne Verluste für den Finanzmarktstabilisierungsfonds.<sup>79</sup> Außerdem schreibt § 3 III FMStFV vor, dass eine Weiterveräußerung von erworbenen Anteilen und Stillen Beteiligungen marktschonend erfolgen soll. Anhand dieser Kriterien sind die denkbaren Ausstiegsoptionen zu bewerten.

### 1.2.2 Aktienbeteiligungen

Soweit der SoFFin über Aktienbeteiligungen verfügt, können diese rechtlich ohne weiteres übertragen werden.<sup>80</sup> Festzulegen bleibt aber, wie die (Um-)Platzierung erfolgen soll. Das Spektrum der Möglichkeiten reicht von einem Verkauf der Beteiligung in kleinen Tranchen an der Börse mit dem Ziel einer breiten Streuung bis hin zu einem Paketverkauf an einen Investor.<sup>81</sup> Welche Variante vorzugswürdig ist, ist maßgeblich anhand der Zielsetzungen des Bundes zu beurteilen, die bereits in vier zentralen Punkten skizziert wurden (Zügigkeit, Wahrung des Stabilisierungszwecks, Verlustvermeidung, Marktschonung). Ein Paketverkauf könnte für den Bund wirtschaftlich vorteilhaft sein, wenn die Übernahme eines bestimmten Anteils dem Erwerber eine Kontrollmehrheit verschafft und er dafür eine Übernahmeprämie zu zahlen bereit ist.<sup>82</sup> Andererseits kann – insbesondere wenn eine Kontrolle nicht vermittelt werden kann oder soll – auch eine breite Streuung das Ziel der Erlösmaximierung unterstützen, weil sie ermöglicht, die Kaufbereitschaft der Aktionäre abzuschöpfen.<sup>83</sup>

Allerdings setzt § 13 FMStBG der Entscheidung des SoFFin Grenzen. Die Norm schreibt vor, dass der Fonds „bei der Wiederveräußerung der (...) erworbenen Anteile (...) den Aktionären und Gesellschaftern der betreffenden Unternehmen des Finanzsektors ein Bezugsrecht einräumen“ soll. Welche Vorgaben daraus konkret folgen, ist offen und umstritten, ebenso wie bereits der Zweck der Vorschrift.<sup>84</sup> Umstritten ist insbesondere, ob die Soll-Vorgabe in

---

<sup>77</sup> Vorläufige Fassung der Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der Finanzkrise ab dem 1. Januar 2011 Rn 16.

<sup>78</sup> Vgl. Begr. RegE, Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz), BT-Drs. 17/3024, S. 4.

<sup>79</sup> BT-Drs. 17/3024 (Fn. 78) S. 78.

<sup>80</sup> Inhaberaktien werden dem Grundprinzip nach durch Übereignung der Urkunde übertragen, Namensaktien durch formlose Abtretungserklärung oder durch Indossament (§ 68 I 1 AktG), *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, S. 404.

<sup>81</sup> In der Praxis werden unternehmerische Beteiligungen auch bei börsennotierten Aktiengesellschaften meist nicht über die Börse, sondern in Form von Paketverkäufen erworben, *Hölters*, in: *Hölters*, Teil I, Rn. 26, 28.

<sup>82</sup> Vgl. *Hopt/Fleckner/Kumpan/Steffek*, WM 2009, S. 821, 832.

<sup>83</sup> *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 299.

<sup>84</sup> *Veranneman/Backmann*, in: *Jaletzke/Veranneman*, § 13 BeschIG, Rn. 3 und ähnl. *Becker/Mock*, § 13 FMS-BeschleunigungsgG, Rn. 1 sehen den Normzweck darin, im Wege der Einräumung des Rechts einen Ausgleich

§ 13 FMStBG im Sinne einer Verpflichtung des SoFFin auszulegen ist, sofern ein Bezugsrecht in praktikabler Weise eingeräumt werden kann.<sup>85</sup>

Zudem sind bei einem Anteilsverkauf durch den Bund weitere rechtliche Vorgaben zu beachten. So wird aus dem allgemeinen Diskriminierungsverbot des Art. 18 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) sowie aus dem allgemeinen Gleichheitsgrundsatz des Art. 3 II GG auf das Erfordernis der Durchführung eines transparenten und nicht diskriminierungsfreien Verfahrens ähnlich dem bei einer Auftragsvergabe gefolgert, wenn die öffentliche Hand Vermögensgegenstände veräußert.<sup>86</sup> Schließlich ist auf die außenwirtschaftsrechtliche Kontrolle von Beteiligungsverkäufen an „gemeinschaftsfremde“ Erwerber durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie nach § 7 I., II Nr. 6 AWG i.V.m. § 53 I AWV hinzuweisen.

### 1.2.3 Stille Beteiligungen

Eine Stille Gesellschaft (§§ 230 ff. HGB) ist juristisch betrachtet eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) (§§ 705 ff. BGB), und zwar in Form einer reinen Innengesellschaft, die nach außen nicht hervortritt. Es bestehen lediglich intern schuldrechtliche Ansprüche und Verpflichtungen.<sup>87</sup> Für einen Ausstieg des Bundes aus der Stillen Beteiligung stehen grundsätzlich drei Optionen offen, die teilweise im Detail weitere gestalterische Varianten eröffnen und auch miteinander kombiniert werden können:

#### 1.2.3.1 Option 1: Zurückführung der Stillen Einlage durch das Unternehmen

Erstens kann die Stille Gesellschaft – soweit vertraglich zulässig<sup>88</sup> – von einem Beteiligten gekündigt oder jedenfalls durch einen Aufhebungsvertrag der Gesellschafter beendet werden,<sup>89</sup>. Anschließend erfolgt eine Auseinandersetzung (§ 235 HGB), vorliegend dadurch, dass dem Bund die eingezahlte Stille Einlage in nomineller Höhe vermindert um etwaige Verlustbeteiligungen zurückzuzahlen wäre. Hierfür wäre eine entsprechende Liquidität des Finanzunternehmens erforderlich. Diese wiederum könnte prinzipiell aus drei Quellen stammen: Aus einbehaltenen Gewinnen, aus der Ausgabe neuer Aktien (Kapitalerhöhung gegen Einlagen, §§ 182 ff. AktG), oder aus einer Kapitalherabsetzung (§§ 222 ff. AktG), d.h. einer Absenkung des Grundkapitals, die Gesellschaftsvermögen aus der Bindung als Grundkapital löst.<sup>90</sup>

---

für erfolgte Bezugsrechtsausschlüsse zu gewähren, wo dies erforderlich und umsetzbar ist. *Roitzsch/Wächter*, DZWiR 2009, S. 1, 4 meinen, der Vorschrift liege der rechtspolitische Gedanke zugrunde, dass durch die vorübergehende Beteiligung des SoFFin die Aktionärsstrukturen möglichst wenig verändert werden sollten.

<sup>85</sup> Dafür *Langenbacher*, ZGR 2010, S. 75, 111; einschränkend *Veranneman/Backmann*, in: *Jaletzke/Veranneman*, § 13 BeschlG, Rn. 4: keine Auslegung i.S.v. „muss“, nur Prüfpflicht des SoFFin, der aus wichtigem Grund oder in atypischen Fällen von einem Bezugsrecht absehen könne; ähnl. *Becker/Mock*, § 13 FMS-Beschleunigungsg, Rn. 2: „bloße Ordnungsvorschrift (...), die zwar Vorgaben für die Finanzmarktstabilisierungsanstalt macht, darüber hinaus aber kein Recht der Altaktionäre begründet.“

<sup>86</sup> So *Endler*, NZBau 2002, S. 125, 134 m. Fn. 98; *Eggers/Malmendier*, NJW 2003, S. 780, 782ff.

<sup>87</sup> *Schmidt*, in: MüKo HGB, § 230, Rn. 4 ff; *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, S. 181; *Zutt*, in: Staub, § 230 HGB, Rn. 7 ff.

<sup>88</sup> Nach allgemeinen Vorschriften kann bei einer auf unbestimmte Zeit eingegangenen Stillen Gesellschaft das Recht zur ordentlichen Kündigung nicht dauerhaft, wohl aber für eine bestimmte Zeit ausgeschlossen werden, *Hopt*, in: *Baumbach/Hopt*, § 234 HGB, Rn. 8; *Schmidt*, in: MüKo HGB, § 234, Rn. 47. § 10 IV 10 KWG ordnet aber an, dass die in der Vorschrift zitierten Normen des BGB zu den Kündigungsmöglichkeiten einer GbR hinter dem KWG zurücktreten, wenn der Zweck der Stillen Einlage die Überlassung von haftendem Eigenkapital ist, *Scharpf/Schaber*, in: *Luz/Neus/Scharpf*, § 10 KWG, Rn. 22.

<sup>89</sup> *Nodoushani*, ZBB 2009, S. 110, 113. § 15 IV FMStBG schließt dabei § 57 AktG aus.

<sup>90</sup> *Windbichler*, Gesellschaftsrecht, S. 456.

Kapitalmaßnahmen wären unter den erleichterten Voraussetzungen der §§ 7 bis 7d FMStBG möglich, auch wenn etwaige neue Aktien durch Dritte gezeichnet würden, § 7e FMStBG.<sup>91</sup> Insbesondere könnte eine Kapitalerhöhung durch Hauptversammlungsbeschluss nicht mittels einer Anfechtungsklage blockiert (§ 7c FMStBG) und ein genehmigtes Kapital (§ 202 I AktG) bei Bedarf<sup>92</sup> auch über die Hälfte des vorhandenen Grundkapitals hinaus beschafft werden (§ 7 I 2 HS 1 FMStBG).

Es wären aber aufsichtsrechtliche Erfordernisse zu beachten: Die Rückzahlung der Stillen Einlage bedürfte gem. § 10 IV 3 KWG der Zustimmung der BaFin, sofern das Kapital nicht durch die Einzahlung anderen, mindestens gleichwertigen Eigenkapitals ersetzt wird.<sup>93</sup>

### **1.2.3.2 Option 2: Veräußerung der Stillen Beteiligung**

Zweitens könnte der Bund seine Stille Beteiligung an einen oder mehrere Dritte weiterübertragen, wenn dies entweder im Gesellschaftsvertrag zugelassen ist oder das Finanzunternehmen (der Geschäftsinhaber) und etwaige weitere Stille Gesellschafter zustimmen.<sup>94</sup> Allerdings müsste aufsichtsrechtlich im Zuge der Übertragung der Stillen Einlage sichergestellt werden, dass die Core-Tier-1-Fähigkeit der Stillen Einlage fortbesteht.

### **1.2.3.3 Option 3: Überführung der Stillen Einlage in eine Aktienbeteiligung**

Drittens könnte der Bund seine Stille Beteiligung zunächst in eine Aktienbeteiligung überführen, die anschließend – als Paket oder gestreut, aber unter Beachtung des Bezugsrechts der (Alt-)Gesellschafter – weiterveräußert werden könnte (dazu 1.2.2 und 1.2.3.2). Dieser Weg vermeidet die praktischen Schwierigkeiten bei der Veräußerung einer Stillen Beteiligung und ermöglicht einen Ausstieg des SoFFin im Grundsatz unabhängig von der Fähigkeit oder Bereitschaft des betroffenen Finanzunternehmens, die Stille Beteiligung zurückzuführen. Zudem erhält der SoFFin durch eine Aktienbeteiligung Mitentscheidungsrechte, die über den Einfluss hinausgehen, welchen § 5 FMStFV im Zuge einer Stillen Beteiligung vermittelt. Andererseits übernehme der SoFFin bei einer Umwandlung der Stillen Einlage das Kursrisiko eines Aktionärs. Sofern nach Abwägung

---

<sup>91</sup> Diese Regelungen sind unter verfassungs- und europarechtlichen Gesichtspunkten nicht unumstritten; den Bedenken kann aber, soweit man sie für begründet erachtet, wohl in den wesentlichen Aspekten durch einschränkende Auslegung Rechnung getragen werden, siehe *Bachmann*, ZIP 2009, S. 1249; *Hopt/Fleckner/Kumpan/Steffek*, WM 2009, S. 821, 827 ff; *Langenbacher*, ZGR 2010, S. 75, 93 ff.

<sup>92</sup> Sofern ein genehmigtes Kapital unterhalb der Hälfte des Grundkapitals ausreicht, kann der benötigte Betrag prinzipiell auch nach den allgemeinen Vorschriften der § 202 ff. AktG aufgebracht werden. Der Vorteil bestünde darin, dass man hierbei ein am Markt bekanntes Verfahren nutzen und Rechtsunsicherheiten im Zusammenhang mit dem FMStBG vermeiden könnte.

<sup>93</sup> Anderes, zumindest gleichwertiges Eigenkapital kann in Vermögenseinlagen [anderer] Stiller Gesellschafter, in eingezahltem Kapital bzw. in Zuzahlungen, die in Kapitalrücklagen eingestellt werden, oder in dem Teil des Bilanzgewinns bestehen, der dem Geschäftskapital, den Rücklagen oder dem Geschäftsguthaben zugewiesen worden ist. Genussrechtskapital und nachrangige Verbindlichkeiten sind hingegen zu Vermögenseinlagen Stiller Gesellschafter kein gleichwertiges Eigenkapital, *Scharpf/Schaber*, in: *Luz/Neus/Scharpf*, § 10 KWG, Rn. 138.

<sup>94</sup> *Bezenberger/Keul*, in: *Gummert/Weipert*, § 88, Rn. 3. Wie eine solche Übertragung rechtlich zu konstruieren ist, ist umstritten. Eine Ansicht geht davon aus, dass die Stille Beteiligung als solche durch Abtretung übertragen werden kann, so *Bezenberger/Keul*, in: *Gummert/Weipert*, § 88, Rn. 3; *Nodoushani*, NZG 2010, S. 491, 492; dies voraussetzend auch BGH NJW 1997, 3370 f. Die Gegenauffassung erkennt die Stille Beteiligung nicht als selbständig abtretbare Mitgliedschaft an und fordert deswegen eine Vertragsübernahme, so *Schmidt*, in: *MüKo HGB*, § 230, Rn. 175 (der dabei eine Zustimmungsverpflichtung gem. § 242 BGB und Vorwegnahme der Zustimmungserklärung im Gesellschaftsvertrag zulässt); *Becker/Mock*, § 13 FMS-BeschleunigungsgG, Rn. 3.

dieser generellen Vor- und Nachteile eine Überführung der Stillen Beteiligung in eine Aktienbeteiligung erfolgen soll, stehen dafür vier Wege<sup>95</sup> offen:

### **Vertraglich eingeräumtes Umtauschrecht**

Erstens kann dem SoFFin in dem Vertrag über die Stille Gesellschaft – auch noch nachträglich, § 15 III FMStBG<sup>96</sup> – ein Umtausch- oder Bezugsrecht auf Aktien eingeräumt werden, unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre, § 15 II FMStBG.

Ein *Umtauschrecht* ermöglicht dem Gläubiger, *statt* Rückzahlung des Nennbetrags der Anleihe eine bestimmte Zahl junger Aktien der Gesellschaft, die die Anleihe begeben hat, zu einem vereinbarten Wandelpreis zu verlangen (Ersetzungsbefugnis).<sup>97</sup> Übt er dieses Recht aus, wird die zum Erwerb der Anleihe geleistete Zahlung gleichsam „rückwirkend“ zur Leistung einer (Bar-)Einlage für den Aktienbezug umgewidmet. Der Vorgang wird deshalb nicht als Sacheinlage behandelt, vgl. § 194 I 2 AktG.<sup>98</sup> Bei einem *Bezugsrecht* erhält der Gläubiger *zusätzlich* zu dem Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrags der Schuldverschreibung nebst Zinsen das Recht (Option), innerhalb eines bestimmten Zeitraums zu einem festgelegten Entgelt eine bestimmte Zahl junger Aktien zu erwerben,<sup>99</sup> wobei dieses Recht in der Regel als selbständig übertragbar ausgestaltet ist.<sup>100</sup>

§ 15 II FMStBG überträgt diese für Unternehmensanleihen geschaffenen Umwandlungsmodalitäten auf die Stille Beteiligung des SoFFin. Er kann also Stille Beteiligungen in vergleichbarer Weise in Aktien „umtauschen“ bzw. zusätzliche Bezugsrechte erhalten und selbst ausüben oder bei entsprechender Gestaltung übertragen. Einzelheiten sind im Gesellschaftsvertrag zu regeln.<sup>101</sup> Um die Wandlungsrechte erfüllen zu können, ermöglicht § 7a I 1 FMStBG eine bedingte Kapitalerhöhung,<sup>102</sup> die 50 % des vorhandenen Grundkapitals überschreiten darf und zudem mit abgesenkten Mehrheitserfordernissen beschlossen werden kann (§ 7 a I 2, 3 FMStBG: einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen anstatt  $\frac{3}{4}$  des vertretenen Grundkapitals). Dabei soll gem. § 7a I 4 FMStBG § 194 I 2 AktG entsprechend gelten. Rechtstechnisch wird demnach bei Ausübung eines Umtauschrechts die Zahlung auf die Stille Beteiligung „rückwirkend“ zu einer Leistung auf eine Einlage für den Aktienbezug umgewidmet. Folgerichtig soll der Vorgang als Bareinlage gelten und eine Werthaltigkeitsprüfung ausscheiden, obgleich wirtschaftlich betrachtet die Stille Beteiligung zugunsten von Aktien hingegeben wird.<sup>103</sup> Die Vorschriften des AktG über Sachkapitalerhöhungen finden dabei laut FMStBG keine Anwendung.

Gegen die Vermeidung einer Sacheinlageprüfung könnten allerdings europarechtliche Bedenken bestehen, die bei der Gestaltung des Ausstiegs bedacht werden sollten (dazu unten 1.2.4) Darüber hinaus könnte die Regelung unter dem gesellschaftsrechtlichen Gesichtspunkt des Kapitalschutzes problematisch erscheinen, weil die hier zur Diskussion stehenden Stillen Einlagen aus bankaufsichtsrechtlichen Gründen so gestaltet sind, dass sie am Verlust des

---

<sup>95</sup> Eine fünfte Möglichkeit – die Einbringung eines bei Beendigung der Stillen Gesellschaft entstehenden Auseinandersetzungsanspruchs als Einlage – wird hier nicht behandelt, da sie wirtschaftlich regelmäßig zum gleichen Ergebnis führen wird wie die Einbringung der Stillen Einlage als solcher.

<sup>96</sup> BT-Drs. 17/3024 (Fn. 78) S. 80.

<sup>97</sup> Hüffer, § 221 AktG, Rn. 5; Habersack, in: MüKo AktG, § 221, Rn. 24 f., 30.

<sup>98</sup> Habersack, in: MüKo AktG, § 221, Rn. 30.

<sup>99</sup> Hüffer, § 221 AktG, Rn. 6.

<sup>100</sup> Habersack, in: MüKo AktG, § 221, Rn. 32.

<sup>101</sup> Nodoushani, NZG 2010, S. 491, 493. Die Verträge zu den Stillen Beteiligungen des SoFFin sind nicht öffentlich und können daher in diesem Punkt nicht näher erörtert werden.

<sup>102</sup> Langenbucher, ZGR 2010, S. 75, 89; Nodoushani, NZG 2010, S. 491, 494.

<sup>103</sup> Langenbucher, ZGR 2010, S. 75, 60; Nodoushani, NZG 2010, S. 491, 494.

Unternehmens teilnehmen.<sup>104</sup> Wenn sich eine Verlustteilnahme realisiert hat, könnte die Möglichkeit einer Einbringung zum Ausgabebetrag zweifelhaft erscheinen.<sup>105</sup> Diese Erwägungen könnten dafür sprechen, § 7a I 4 FMStBG einschränkend dahingehend auszulegen, dass zwar keine Bewertung der Stillen Einlage zum Marktpreis erfolgen muss – dies erscheint verständlich, weil es keinen Markt für vergleichbare Stille Beteiligungen gibt<sup>106</sup> –, bei einer realisierten Verlustteilnahme aber eine Einbringung zum Nennbetrag ausscheiden muss.

### **Einbringung der Stillen Beteiligung als Einlage**

Zweitens kann der SoFFin die Stille Beteiligung als Einlage in das Finanzunternehmen einbringen und dafür junge Aktien erhalten. Durch die Einbringung erlöschen die Stille Gesellschaft an sich sowie alle Forderungen und Verbindlichkeiten aus dem Gesellschaftsverhältnis.<sup>107</sup>

Die erforderliche Kapitalerhöhung kann aus einem genehmigten Kapital vorgenommen und das grundsätzlich bestehende Bezugsrecht der Altaktionäre gem. §§ 7 f i.V.m. 7 III FMStBG ausgeschlossen werden. Die erleichterten Voraussetzungen der §§ 7 bis 7d FMStBG sind auch dann nutzbar, wenn etwaige neue Aktien durch Dritte gezeichnet würden, § 7e FMStBG.

Gem. § 7 IV 2 FMStBG gilt auch für diese Option § 194 I 2 AktG entsprechend, d.h. die Vorschriften über die Sacheinlage sind ausgeschlossen<sup>108</sup> und die Leistung des SoFFin auf die Stille Einlage kann unmittelbar der Einlagepflicht auf die nachfolgende Kapitalerhöhung zugeordnet werden.<sup>109</sup> Die grundsätzlich erforderliche Prüfung der Sacheinlage durch einen oder mehrere Prüfer (§ 183 III AktG) ist demnach laut FMStBG entbehrlich. Europarechtliche Bedenken könnten allerdings wiederum nahelegen, sie gleichwohl durchzuführen (s.u., 1.2.4.2) Im Übrigen gilt hinsichtlich der Problematik, ob eine zwischenzeitliche Verlustteilnahme in Abzug zu bringen ist, das im vorstehenden Gliederungspunkt Ausgeführte.

### **Leistung einer Einlage in Höhe der Stillen Beteiligung gegen Aktien und anschließende Rückgewähr der Stillen Einlage („Hin- und Herzahlen“)**

Sofern eine Kündigung bzw. vertragliche Aufhebung der Stillen Einlage angestrebt wird, der vorstehend geschilderte Nachteil eines (vorübergehenden) Absinkens der Kernkapitalquote aber vermieden werden soll, ist drittens ein schrittweises Vorgehen denkbar. Hierzu müsste der SoFFin als Stiller Gesellschafter im Rahmen einer Kapitalerhöhung zunächst eine Einlage leisten, die ihrer Höhe nach der Stillen Beteiligung entspricht. Bei der Kapitalerhöhung könnten die Erleichterungen in §§ 3, 7 ff. FMStBG genutzt werden. Nach erfolgter Kapitalerhöhung könnte der im Rahmen der Stillen Beteiligung eingelegte Betrag an den SoFFin zurückgezahlt werden, ohne dass die Kernkapitalquote unter das aufsichtsrechtlich geforderte Maß absinkt.<sup>110</sup> Dieser Weg wäre allerdings zumindest formal betrachtet relativ umständlich<sup>111</sup> und würde zudem voraussetzen, dass der SoFFin zumindest kurzzeitig die zur

---

<sup>104</sup> Vgl. § 10 IV Nr. 1 KWG in der bis zum 31.12.2010 geltenden Fassung: Vermögenseinlagen Stiller Gesellschafter sind dem Kernkapital zuzurechnen, „wenn sie bis zur vollen Höhe am Verlust teilnehmen...“.

<sup>105</sup> *Nodoushani*, NZG 2010, S. 491, 494.

<sup>106</sup> Siehe *Nodoushani*, NZG 2010, S. 491, 492.

<sup>107</sup> *Nodoushani*, NZG 2010, S. 491, 493; allg. *Schmidt*, in: MüKo HGB, § 234, Rn. 60.

<sup>108</sup> BT-Drs. 17/3024 (Fn. 78) S. 78.

<sup>109</sup> BT-Drs. 17/3024 (Fn. 78) S. 79.

<sup>110</sup> *Nodoushani*, ZBB 2009, S. 110, 113.

<sup>111</sup> *Nodoushani*, ZBB 2009, S. 110, 113.

Rekapitalisierung des betrachteten Finanzunternehmens eingesetzten Mittel in gleicher Höhe erneut aufbringt.

### **Hingabe der Stillen Einlage/des Auseinandersetzungsanspruchs gegen Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen**

§ 7a I 5 FMStBG n.F. regelt, dass ein rekapitalisiertes Finanzunternehmen Wandelschuldverschreibungen begeben kann, für die der SoFFin als Gegenleistung anstatt einer Barzahlung die Stille Einlage einbringt. Auch in diesem Fall gilt gem. § 7a I 4 FMStBG § 194 I 2 AktG entsprechend, d.h. die ursprüngliche (Bar-)Zahlung auf die Stille Beteiligung wird nachträglich zur Zahlung auf die Wandelschuldverschreibung umgewidmet.<sup>112</sup> Das benötigte bedingte Kapital zur Erfüllung der Wandelschuldverschreibungen kann wiederum über § 7a I 1 FMStBG bereitgestellt werden, wobei § 7 b I 2 HS 1 i.V.m. § 7 f S. 1 Nr. 3 FMStBG eine Überschreitung von 50 % des vorhandenen Grundkapitals gestatten.

Zu beachten ist, dass sich die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen gegen Einbringung einer Stillen Beteiligung auf die Eigenmittelausstattung des betreffenden Finanzinstituts auswirkt: Vermögenseinlagen Stiller Gesellschafter sind unter den Voraussetzungen des § 10 IV KWG dem Kernkapital zuzurechnen. Dies ist bei den Stillen Einlagen des SoFFin gegeben. Wandelschuldverschreibungen sind hingegen differenzierend nach den wirtschaftlichen Komponenten ihres Ausgabepreises anzurechnen: Der Betrag, der bei der Ausgabe für Wandlungs- und Optionsrechte zum Erwerb von jungen Aktien erzielt wird, ist als Teil der Rücklagen dem Kernkapital zuzurechnen (gem. § 10 IIa 1 Nr. 2 HS 1 a.E., IIIa 3 KWG),<sup>113</sup> und zwar bereits vom Zeitpunkt des Zuflusses der Mittel an (dynamisierter Kapitalbestandteil).<sup>114</sup>

Der für ein *Optionsrecht* erzielte und in die Kapitalrücklage eingestellte Betrag verbleibt dort unabhängig davon, ob der Investor sein Optionsrecht ausübt oder es verfallen lässt.<sup>115</sup> Macht der Anleger später von einem *Umtauschrecht* Gebrauch, wird also das eingesetzte Anleihekaptal auf die Einlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung angerechnet, so wird in der Bilanz des Finanzunternehmens der Anleihebetrag in Höhe des Nennbetrags der erlangten Bezugsaktien<sup>116</sup> gegen "gezeichnetes Kapital" ausgebucht (im Ergebnis also Umbuchung des entsprechenden Anleihebetrags in „gezeichnetes Kapital“). Übersteigt der Rückzahlungsbetrag den Nennbetrag der Bezugsaktien, so wird die verbleibende Differenz in die Kapitalrücklage nach § 272 II Nr. 1 HGB ausgebucht.<sup>117</sup>

Bei einem Umtauschrecht zählt folglich der Anleihebetrag ab dem Zeitpunkt der Umbuchung insgesamt zum Kernkapital.

Als Fazit ist also festzuhalten, dass sich durch die Umwandlung einer Stillen Einlage in Wandelschuldverschreibungen die aufsichtsrechtlich maßgebliche Kapitalausstattung des Finanzunternehmens verschlechtert. Dies führt zu der Frage, wo Vorteile dieses Weges liegen können. Seine Eröffnung soll dem Unternehmen und dem SoFFin laut Regierungsbegründung

---

<sup>112</sup> BT-Drs. 17/3024 (Fn. 78) S. 79.

<sup>113</sup> *Scharpf/Schaber*, in: Luz/Neus/Scharpf, § 10 KWG, Rn. 128.

<sup>114</sup> *Boos*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 10 KWG, Rn. 63; *Mielk*, in: Reischauer/Kleinhaus, § 10 KWG, Rn. 123; allg. zu Dynamisierung einzelner Eigenmittelbestandteile mit Übersichten zu den statischen und dynamisierten Elementen *Scharpf/Schaber*, in: Luz/Neus/Scharpf, § 10 KWG, Rn. 71 ff. Rücklagen werden üblicherweise statisch erfasst, d.h. so wie in der neusten Bilanz aufgeführt.

<sup>115</sup> *Häuselmann*, BB 2000, S. 139, 141.

<sup>116</sup> Dies resultiert daraus, dass das gezeichnete Kapital zum Nennbetrag angesetzt wird, § 272 I 2 HGB, auch wenn Aktien zu einem Betrag ausgegeben werden, der über ihrem Nennbetrag liegt.

<sup>117</sup> *Reiner*, in: MüKo HGB, § 272, Rn. 47; *Häuselmann*, BB 2000, S. 139, 145.

Flexibilität verschaffen, um entscheiden zu können, welche Kapitalmarktinstrumente für eine Beendigung der Beteiligung die geeignetsten sind.<sup>118</sup>

Hierzu ist zunächst hervorzuheben, dass eine Umwandlung der Stillen Beteiligungen in Wandelschuldverschreibungen in der konkreten Situation des Bundes erhebliche Sicherheits- und Renditevorteile brächte: Erstens werden – kurzfristige oder langfristige – Verbindlichkeiten mit einer Nachrangabrede ggf. gleichrangig mit Genussrechtskapital, aber vorrangig vor Stillen Beteiligungen und dem eingezahlten Kapital zurückgezahlt.<sup>119</sup> Der SoFFin würde also durch die Umwandlung der Stillen Beteiligung eine etwas sicherere Gläubigerposition erhalten. Zweitens und vor allem müssen nachrangige Verbindlichkeiten nicht an einem laufenden Verlust teilnehmen, so dass Ausschüttungen oder Zinszahlungen auch im Verlustfall möglich sind.<sup>120</sup> Der Bund würde also der derzeit relevanten und öffentlich kritisierten Situation entgegen, dass die Zahlung von Zinsen auf den vereinbarten Coupon der Stillen Beteiligung zumindest zu einem gewissen Grade davon abhängt, wie das rekaptalisierte Institut bestehende Bilanzierungsspielräume ausnutzt.<sup>121</sup>

Daneben sind die Gründe bedeutsam, aufgrund derer Wandelschuldverschreibungen generell ein interessantes Instrument der außerbörslichen Finanzierung sind:<sup>122</sup> Sie haben den Vorteil, dass der Investor (hier: der SoFFin) sofort im Anschluss an den Hauptversammlungsbeschluss das gewünschte Kapital bereitstellen (hier: die Stille Einlage umwandeln) kann, ohne eine Zeichnung von Aktien durchführen zu müssen. In der Folge kann der Investor in der Position des Gläubigers die Entwicklung der Gesellschaft beobachten und schließlich aus einer gefestigten Position heraus entscheiden, ob und in welchem Zeitpunkt er Gesellschafter werden will. Dem Investor stehen also über die Laufzeit der Schuldverschreibung alle Varianten (ausschließliche Gläubigerposition, Eingehen einer Minderheitsbeteiligung bis zu einer mehrheitlichen Beteiligung) offen. Weiterhin können Wandelschuldverschreibungen aus Sicht des Unternehmens als Form des sog. Mezzanin-Kapitals vermeiden, dass der Kreditspielraum bei normalen Fremdkapitalgebern eingeengt wird, wenn bzw. weil den mezzaninen Gläubigern keine Kreditsicherheiten zur Verfügung gestellt werden. Außerdem wird jedenfalls zunächst die Anteilsstruktur der Altgesellschafter nicht verwässert. Weiterhin kann die Anlage mezzaniner Finanztitel prinzipiell ohne eine Unternehmensbewertung erfolgen, die typischerweise hohe Transaktionskosten verursacht.<sup>123</sup>

Schließlich und im Lichte der vorstehenden Überlegungen ist zu bedenken, dass auf imperfekten Kapitalmärkten die gewählte Kapitalstruktur den Wert eines Unternehmens

---

<sup>118</sup> BT-Drs. 17/3024 (Fn. 78) S. 79.

<sup>119</sup> *Scharpf/Schaber*, in: Luz/Neus/Scharpf, § 10 KWG, Rn. 285.

<sup>120</sup> *Mielk*, in: Reischauer/Kleinhaus, § 10 KWG, Rn. 208; *Boos*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, § 10 KWG, Rn. 153; *Scharpf/Schaber*, in: Luz/Neus/Scharpf, § 10 KWG, Rn. 290, 349.

<sup>121</sup> Die aus Sicht des Bundes gegenwärtig unbefriedigende Situation zeigt sich illustrativ daran, dass die Commerzbank in ihrem Konzernabschluss 2010 nach den internationalen, für die Kapitalmärkte relevanten Standards IFRS einen Gewinn in Milliardengröße erwartet, in dem u.a. für die Zinszahlung auf die Stille Einlage maßgeblichen Einzelabschluss nach HGB aber einen Verlust. Dies hat in der öffentlichen Diskussion zu der Interpretation geführt, dass die Commerzbank bewusst die Bedienung der Stillen Einlage vermeide und die bilanztechnischen Spielräume entsprechend nutze, um im Jahr 2011 mit Blick auf eine mögliche Kapitalerhöhung besser dazustehen; siehe *Frühauf*, FAZ vom 15.11.2010, S. 19, *Frühauf*, FAZ vom 9.11.2010, S. 13.

<sup>122</sup> Zum folgenden *Raupach*, in: Hölters, Teil III, Rn. 211 f.

<sup>123</sup> *Rudolph*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 363 f.

beeinflussen kann. Entsprechende positive Effekte werden auch für Wandelanleihen diskutiert.<sup>124</sup>

#### **1.2.4 Vereinbarkeit mit Europa- und Verfassungsrecht**

Gegenüber einzelnen Regelungen des FMStBG sind europa- und verfassungsrechtliche Bedenken vorgebracht worden.

##### **1.2.4.1 Regelung zum Nachweisstichtag (§ 7 I 2 FMStBG)**

Zunächst sind europarechtliche Bedenken gegen die Regelung in § 7 I 2 FMStBG vorgetragen worden. Hiernach muss sich der Nachweis des Anteilsbesitzes bei börsennotierten Gesellschaften auf den 18. Tag vor der Hauptversammlung beziehen, während nach allgemeinem Aktienrecht der 21. Tag maßgeblich ist. Damit wird eine spezielle Nachweisstichtagsregelung für rekapitalisierte Gesellschaften geschaffen, während Art. 7 III 1 der EG-Aktionärsrechterichtlinie<sup>125</sup> eine einheitliche Regelung für alle börsennotierten Gesellschaften vorschreibt.

##### **1.2.4.2 Außerkraftsetzung der Sacheinlagevorschriften**

Darüber hinaus setzt das FMStBG wie dargelegt die Sacheinlagevorschriften des Aktiengesetzes außer Kraft, indem dem SoFFin gestattet wird,

- die Stille Beteiligung zum ursprünglich eingezahlten Nennbetrag in Aktien umzuwandeln,
- seine Leistung auf die Stille Beteiligung nachträglich einer Einlagepflicht im Rahmen einer Kapitalerhöhung zuzuordnen,
- und für die Hingabe der Stillen Beteiligung zum ursprünglichen Nennwert ohne Abzug etwaiger Verlustanteile Wandelschuldverschreibungen zu erhalten,

ohne dass eine Prüfung des Wertes der Stillen Beteiligung zum Umwandlungs- bzw. Einbringungszeitpunkt erfolgt. Damit bleiben auch etwaige zwischenzeitliche Verlustanteile unberücksichtigt.

Hieran könnte problematisch erscheinen, dass Art. 27 II der EG-Kapitalrichtlinie<sup>126</sup> für „Einlagen, die nicht Bareinlagen sind, auf Aktien“, die bei einer Kapitalerhöhung ausgegeben werden, grundsätzlich eine Prüfung vorschreibt. Die ausdrücklich zugelassenen

---

<sup>124</sup> Rudolph, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 80 ff., 341 ff. Mit Blick auf Wandelanleihen wird in dieser Hinsicht insbesondere diskutiert, dass sie (1) die mit einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Management und Financiers auftretenden Agency-Probleme reduzieren helfen, die dazu führen, dass eine „direkte“ Emissionen von Eigenkapitaltiteln aufgrund adverser Selektion unattraktiv sein kann (Wandelanleihen als Lösung eines vorvertraglichen Informationsproblems), und zudem (2) nachvertragliche Kontrollkosten und (3) Risikoanreizprobleme reduzieren können, und zwar auch bei multiplen Agency-Konflikten (zum Ganzen Rudolph, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 368 ff.).

<sup>125</sup> Richtlinie 2007/36/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl.EU 2007 Nr. L 184/17.

<sup>126</sup> Zweite Richtlinie des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl.EG 1977 Nr. L 26/1, zuletzt geändert durch die Richtlinie 2009/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009, ABl.EU 2009 Nr. L 259/14, konsolidierte Fassung abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1977L0091:20091022:DE:PDF> (Stand 17.12.2010).

Ausnahmen<sup>127</sup> erscheinen im vorliegenden Zusammenhang nicht einschlägig. Die Beurteilung der Europarechtskonformität des FMStBG setzt eine Auseinandersetzung mit der Frage voraus, ob die Einbringung einer an der Gesellschaft bestehenden Stillen Beteiligung eine Nicht-Bareinlage *im Sinne der EG-Kapitalrichtlinie* darstellt. Der Europäische Gerichtshof hat zu dieser Frage bisher nicht Stellung bezogen. In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass die Anwendbarkeit der für Nicht-Bareinlagen geltenden Grundsätze des europäischen Rechts von der Ausgestaltung einer Transaktion im einzelnen abhängen könnte. So könnte die Hingabe der Stillen Beteiligung für *Wandelschuldverschreibungen* (§ 7a I 5 FMStBG) weniger strengen Maßstäben unterliegen als diejenige für Aktien, da die genannten Vorschriften sich auf „Einlagen auf Aktien“ i.S.v. Art. 27 I der EG-Kapitalrichtlinie beziehen (arg. e contrario Art. 25 IV, Art. 29 VI der Kapitalrichtlinie).<sup>128</sup>

#### **1.2.4.3 Pauschal angeordnete Angemessenheit eines Bezugsrechtsausschlusses ( § 7 III 4 FMStBG)**

Des Weiteren ist in der Literatur umstritten, ob es mit Art. 29 IV 3 der EG-Kapitalrichtlinie und Art. 14 I 2 GG vereinbar ist, dass § 7 III 4 FMStBG pauschal die Zulässigkeit und Angemessenheit eines Bezugsrechtsausschlusses zur Zulassung des SoFFin zur Übernahme von Aktien anordnet, ohne dass insoweit eine Prüfung erfolgt.<sup>129</sup>

#### **1.2.4.4 Konsequenzen für die Gestaltung des Vorgehens**

Eine umfassende Prüfung der Vereinbarkeit der hier behandelten Regelungen des FMStBG mit Vorschriften des europäischen Unions- und des deutschen Verfassungsrechts kann in dieser gutachterlichen Stellungnahme nicht geleistet werden. Der Expertenrat weist darauf hin, dass vor einer Klärung der Rechtslage den skizzierten Bedenken durch vorsorgliche Beachtung der grundsätzlich geltenden aktienrechtlichen Bestimmungen Rechnung getragen werden könnte. Im Einzelnen würde dies bedeuten, dass die Beteiligten

- den Nachweisstichtag des Aktiengesetzes beachten,
- in den genannten Konstellationen eine Sacheinlageprüfung in der vorgeschriebenen Form durchführen und
- die Angemessenheit eines etwaigen Bezugsrechtsausschlusses sorgfältig prüfen und dies dokumentieren.

---

<sup>127</sup> Art. 27 II UA 2 i.V.m. Art. 10 a der 2. Kapitalrichtlinie: Einbringung von am Geldmarkt gehandelten Wertpapieren zum Börsenkurs; bereits nicht mehr als 6 Monate alte Sachverständigenbewertung vorhanden; Bewertung des einzulegenden Gegenstands bereits in einer geprüften Bilanz des Einlegers.

<sup>128</sup> Vgl. für eine Unterscheidung zwischen Wandelschuldverschreibungen und Aktien in anderem Zusammenhang EuGH, Urt. v. 18.12.2008, Rs. C-338/06, Slg. 2008 I-10139, Rn. 41 *Kommission/Spanien*.

<sup>129</sup> Dazu *Langenbacher*, ZGR 2010, S. 75, 96 f.; *Hopt/Fleckner/Kumpan/Steffek*, WM 2009, S. 821, 826.

### 1.2.5 Nachweise

- Bachmann, Gregor*, Der beschleunigte Anteilerwerb nach dem Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz vor dem Hintergrund des Verfassungs- und Europarechts, ZIP 2009, S. 1249–1256.
- Bambach, Adolf/Hopt, Klaus J.* (Hrsg.), Handelsgesetzbuch, Mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 34. Aufl., München 2010.
- Becker, Florian/Mock, Sebastian*, FMStG - Finanzmarktstabilisierungsgesetz, Kommentar; [FMStFG, FMS-BeschlG, FMStFV (Dok.), FMStErgG (Dok.)], Köln 2009.
- Bezenberger, Gerold/Keul, Thomas*, § 88, Verfügungen über die Stille Beteiligung, in: Gummert, Hans/Weipert, Lutz (Hrsg.), Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Band 2, Kommanditgesellschaft, GmbH & Co. KG, Publikums-KG, Stille Gesellschaft, 3. Aufl., München 2009.
- Boos, Karl-Heinz/Fischer, Reinfrid/Schulte-Mattler, Hermann*, Kreditwesengesetz, Kommentar zu KWG und Ausführungsvorschriften, 3. Aufl., München 2008.
- Eggers/Malmendier*, Strukturierte Bieterverfahren der öffentlichen Hand - Rechtliche Grundlagen, Vorgaben an Verfahren und Zuschlag, Rechtsschutz, NJW 2003, S. 780-787.
- Endler*, Privatisierungen und Vergaberecht, NZBau 2002, S. 125-134.
- Frühauf, Markus*, Commerzbank lässt Bund wieder leer ausgehen, FAZ vom 9.11.2010, Nr. 261, S. 13.
- Frühauf, Markus*, Staatshilfe zum Nulltarif - Die Optionen der Commerzbank, FAZ vom 15.11.2010, Nr. 266, S. 19.
- Häuselmann, Holger*, Wandelanleihen in der Handels- und Steuerbilanz des Emittenten, BB 2000, S. 139–146.
- Hölters, Wolfgang*, Mergers & Acquisitions, in: Hölters, Wolfgang (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskauf, 7. Aufl., Köln 2010, S. 1-70.
- Hopt, Klaus J./Fleckner, Andreas M./Kumpan, Christoph/Steffek, Felix*, Kontrollerlangung über systemrelevante Banken nach den Finanzmarktstabilisierungsgesetzen (FMStG/FMStErgG), WM 2009, S. 821–834.
- Hüffer, Uwe*, Aktiengesetz, 9. Aufl., München 2010.
- Jaletzke, Matthias/Veranneman, Peter*, Finanzmarktstabilisierungsgesetz, Einschließlich Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung und Kurzdarstellungen der Finanzmarktstabilisierungsgesetze in den U.S.A., England und Frankreich; Kommentar, München 2009.
- Jestaedt, Thomas/Wiemann, Joachim*, Anwendung des EU-Beihilfenrechts in der Finanzkrise – Wettbewerbspolitisches Regulativ, Hemmschuh oder Feigenblatt?, WuW 2009, S. 606-619.
- Langenbucher, Katja*, Bankaktienrecht unter Unsicherheit, ZGR 2010, S. 75–112.
- Luz, Günther/Neus, Werner/Scharpf, Paul*, Kreditwesengesetz (KWG), Kommentar zum KWG inklusive SolvV, LiqV, GroMiKV, MaRisk, Stuttgart 2009.
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., Vahlen 2005.
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 1, §§ 1-75, Bd. 1, 3. Aufl., Vahlen 2008.
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Bd. 3, §§ 161 - 237, Konzernrecht der Personengesellschaften, 2. Aufl., München 2007.
- Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Bd. 4, Handelsbücher §§ 238-342e HGB, 2. Aufl., Vahlen 2008.
- Nodoushani, Manuel*, Hilfe für die Banken: Die stille Gesellschaft auf dem Gebiet des Finanzsektors, ZBB 2009, S. 110–117.

- Nodoushani, Manuel*, Umwandlung stiller Beteiligungen in Aktien zur Erhaltung des Kernkapitals, NZG 2010, S. 491–495.
- Raupach, Gerrit*, Teil III, Finanzierung, in: Hölters, Wolfgang (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskauf, 7. Aufl., Köln 2010, S. 205-304.
- Reischauer, Friedrich/Kleinhaus, Joachim*, Kreditwesengesetz (KWG), Loseblattkommentar für die Praxis nebst sonstigen bank- und sparkassenrechtlichen Aufsichtsgesetzen sowie ergänzenden Vorschriften, ergänzbare Ausg., Berlin 1994.
- Roitzsch, Frank/Wächter, Gerhard H.*, Gesellschaftsrechtliche Probleme des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes, DZWiR 2009, S. 1–8.
- Rudolph, Bernd*, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen 2006.
- Staub, Hermann* (Begr.), Handelsgesetzbuch, Großkommentar, Bd. 2, 4. Aufl., Berlin, New York 2004.
- Windbichler, Christine*, Gesellschaftsrecht, Ein Studienbuch, 22 Aufl., München 2009.

## II.2 Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten

### II.2.1 Einleitung

Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten sind für den deutschen Bankensektor aus verschiedenen Gründen bedeutsam. Generell halten die deutschen Banken einen erheblichen Anteil ihrer Forderungen im Ausland. Die hier betrachteten Banken haben zudem zum Teil umfangreiche ausländische Filialnetze, die Auflagen der EU-Kommission zu Folge teilweise abgebaut werden müssen. Einige zukünftige Expansionsstrategien sind stark auf den internationalen Markt ausgerichtet. Schließlich werden erhöhte regulatorische Eigenkapitalanforderungen und ein nicht unerheblicher Refinanzierungsbedarf von Banken und Staaten auf den internationalen Kapitalmärkten die Refinanzierungsspielräume der deutschen Banken in Zukunft maßgeblich bestimmen. Im Folgenden wird auf die internationale Integration des deutschen Bankensystems und die Auswirkungen neuer Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen auf den internationalen Kapitalmarkt eingegangen.

### II.2.2 Aktuelle Lage auf den Internationalen Finanzmärkten

Die Zeit bis zum Ausbruch der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise war durch einen starken Anstieg der globalen Kapitalströme gekennzeichnet. Dieser Prozess der finanziellen Integration wurde von einer Aufhebung regulatorischer Barrieren für den internationalen Kapitalverkehr und der Entwicklung neuer Finanzprodukte getrieben; teilweise sind die Kapitalströme eng mit der Finanzierung des Außenhandels verbunden, aber auch das Motiv der Portfoliodiversifikation und das Ziel, im Ausland höhere Renditen als im Inland erzielen zu können, spielen eine Rolle.

Dieser Trend zunehmender Kapitalströme wurde durch die Krise abrupt unterbrochen. Während zwischen 1998 und 2007 die grenzüberschreitenden privaten Kapitalzuflüsse von knapp 2.000 Mrd. Euro auf über 8.000 Mrd. Euro gestiegen waren, fielen diese in den Jahren 2008 und 2009 auf wieder deutlich unter 2.000 Mrd. Euro.<sup>130</sup> Zwischen dem vierten Quartal des Jahres 2008 und den ersten Monaten 2010 gingen zudem die grenzüberschreitenden Forderungen der Banken stark zurück; seitdem haben sich die Kapitalströme auf niedrigem Niveau stabilisiert bzw. leicht erholt.<sup>131</sup>

Auch die deutschen Banken haben ihr Engagement im Ausland in Folge der Krise reduziert (vgl. nachstehende Graphik). Während deren Aktiva im Ausland auch im April 2010 noch deutlich oberhalb der Werte zu Beginn des Jahrzehnts lagen, hatte sich der Trend zu einer stärkeren Globalisierung des deutschen Bankensystems im Sinne höherer grenzüberschreitender Kapitalströme bei den Verbindlichkeiten damit wieder vollständig umgekehrt. Diese Anpassung verlief in zwei Schüben: zwischen August 2007, in dem erste Spannungen auf den weltweiten Interbankenmärkten und Liquiditätsengpässe sichtbar wurden, und September 2008 zogen sich in erster Linie die großen Banken aus den Auslandsmärkten zurück.<sup>132</sup> Nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers im September 2008 reduzierten dann nahezu alle Banken ihre Engagements im Ausland deutlich.

---

<sup>130</sup> Diese Angaben beruhen auf einer „Note for the Economic and Financial Committee“ vom 29.10.2010 und wurden berechnet von London Economics auf Grundlage der IMF Balance of Payments Statistics.

<sup>131</sup> *Bank for International Settlements*, BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments, September 2010.

<sup>132</sup> Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht April 2010.

In diesen Entwicklungen reflektieren sich zweierlei Anpassungen der Banken. Zum einen haben die Banken versucht, ihre Risikoaktiva zu reduzieren. Teils folgten sie damit Auflagen der EU-Kommission, teils erhöhten Anforderungen der Märkte in Bezug auf die Ausstattung mit Eigenkapital. Ein Nebeneffekt dieser oftmals gleichlaufenden Anpassungen vieler Banken war, dass die Bewertungen der betroffenen Aktiva sich weiter nach unten bewegten. Die Anpassung der Aktiva erfolgte über alle Sektoren hinweg relativ parallel,<sup>133</sup> wobei jedoch wegen ihrer geringen Risikogewichte ausländische Staatsanleihen in Zeiten der Krise für die Banken relativ attraktiv waren. Zudem war es für die Banken zunehmend schwierig geworden, sich über die Interbankenmärkte im Ausland zu refinanzieren.

**Graphik 1: Auslandsaktiva und –passiva der deutschen Banken (2003-2010)**



Quelle: Deutsche Bundesbank (Auslandsstatus); eigene Berechnungen.

Nachdem erhebliche Interventionen der Regierungen zur Stützung der Banken durch Garantien, Eigenkapitalbeteiligungen oder den Kauf von Aktiva die Lage der Banken im Jahre 2009 stabilisiert hatten (vgl. auch Abschnitt 3.1), kam es Anfang 2010 zu einer erneuten Destabilisierung der internationalen Finanzmärkte. Die internationale Finanzkrise weitete sich zu einer Krise auf Grund der Staatsschulden einiger europäischer Länder aus. Unsicherheit über die Fähigkeit der griechischen Regierung, ihre Schulden gegenüber Gläubigern aus dem Ausland zu bedienen, führte in den ersten Monaten des Jahres 2010 zu einem erheblichen Anstieg der Risikoprämien auf griechische und – wenn auch in geringerem Ausmaß – auf Staatsanleihen anderer Länder der Eurozone, vornehmlich Irland, Portugal und Spanien. Als

<sup>133</sup> Vgl. *Buch/Koch/Kötter*, Crises and Rescues: A Description of International Banks' Responses, Universities of Tübingen, Zürich, and Groningen, Mimeo, 2010.

Anfang Mai auch ein Übergriff auf die Märkte der Kernländer der Eurozone drohte, reagierten Politik und EZB durch ein umfangreiches Hilfsprogramm für Griechenland, ein Hilfspaket für den Euro<sup>134</sup> und den Kauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank. Diese Maßnahmen halfen zwar, eine Zahlungsunfähigkeit der griechischen Regierung zu vermeiden; letztlich beruhigten sich die Märkte aber nur vorübergehend, und im November 2010 wurde ein erneutes Rettungspaket für Irland erforderlich. Anders als im Fall Griechenlands ist der Auslöser der irischen Krise nicht eine unsolide Haushaltspolitik. Vielmehr überfordern die Kosten der Bankenrettung den irischen Staatshaushalt; das Überschwappen der Bankenkrise auf den Staat hat das Haushaltsdefizit auf über 30 % des BIP anschwellen lassen.

Die derzeitige Lage auf den internationalen Finanzmärkten ist zwar von deutlich geringeren Risikoaufschlägen auf den Interbankenmärkten und in anderen wichtigen Marktsegmenten als zur Hochzeit der Krise gekennzeichnet; die Risikoaufschläge liegen allerdings noch deutlich oberhalb des Vorkrisenniveaus.<sup>135</sup> Ein Grund für den erneuten Anstieg der Risikoprämien auf Staatsanleihen europäischer Länder ist die Unsicherheit darüber, wie stark die Gläubiger für mögliche Zahlungsausfälle haften müssen. Derzeitigen Planungen zu Folge soll für *neue* Staatsschulden fallweise auf Basis einer Einschätzung über die Liquiditäts- bzw. Solvenzlage eines Landes entschieden werden.<sup>136</sup> Altschuldner sollten in unterschiedlichem Umfang an den Rettungspaketen beteiligt werden: Während im Fall der Auslandsschulden Griechenlands bislang kein Forderungsverzicht der Gläubiger geplant ist, verhandeln die irischen Banken Presseberichten zu Folge über Beteiligungen der Gläubiger nachrangiger Verbindlichkeiten und eigenkapitalähnlicher Instrumente in Höhe von bis zu 80 % der Forderungen (im Fall der Anglo Irish Bank) bzw. 53 % (im Fall der Bank of Ireland).<sup>137</sup>

---

<sup>134</sup> Das am 10. Mai 2010 vom Ecofin beschlossene Paket zur Rettung überschuldeter Euro-Mitgliedstaaten vor der Zahlungsunfähigkeit gegenüber ausländischen Gläubigern hat ein Volumen in Höhe von 500 Milliarden Euro. Die Mittel stammen teilweise aus dem Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM); Kredite in Höhe von bis zu 440 Milliarden Euro werden von den Mitgliedsländern der Eurogruppe über einen als Zweckgesellschaft konstruierten Hilfsfonds, die European Financial Stability Facility (EFSF), bereitgestellt.

<sup>135</sup> *International Monetary Fund*, World Economic Outlook, Oktober 2010.

<sup>136</sup> Vgl. Statement by the Eurogroup vom 28. November 2010, abrufbar unter [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf).

<sup>137</sup> Vgl. Handelsblatt vom 14.12.2010.

**Tabelle 1: Exposure deutscher Banken gegenüber ausgewählten Staaten**

Die folgende Tabelle zeigt die Forderungen der deutschen Banken gegenüber ausgewählten europäischen Ländern. Die Gesamtsumme weicht von den einzelnen Komponenten ab, da es zusätzliche geringfügige Forderungen an nicht einzeln ausgewiesene Sektoren gibt. Alle Angaben beziehen sich auf das Ende des 2. Quartals 2010 und sind dem BIS Quarterly Review Dezember 2010 entnommen (S. 17).

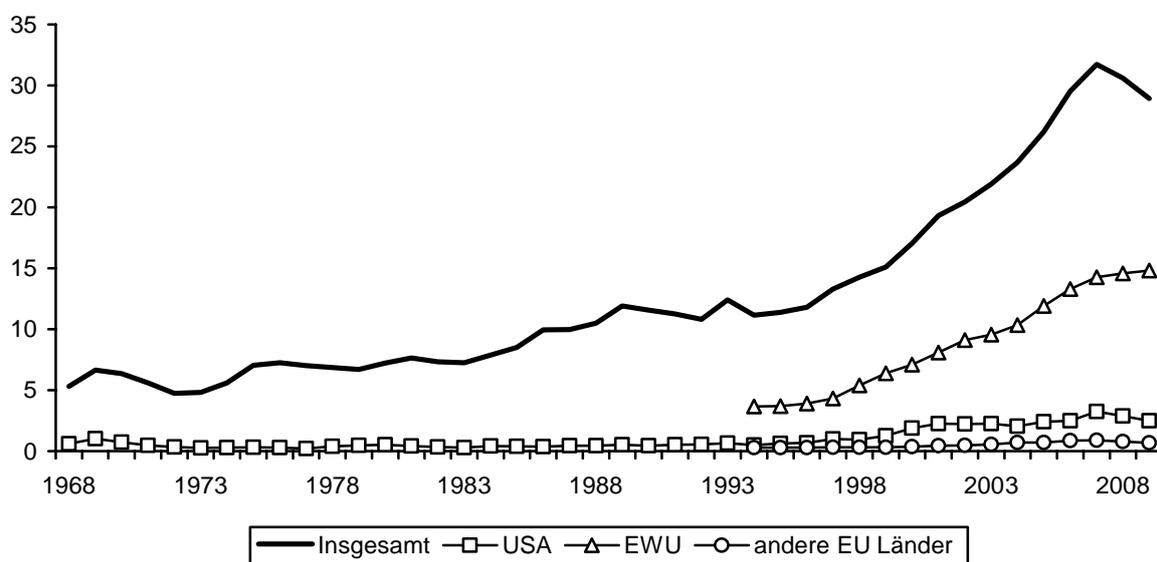
		Deutschland (Mrd. USD)	Insgesamt (Mrd. USD)	Deutschland in % der Gesamtsumme	In % der gesamten Forderungen Deutschlands
Griechenland	Öffentlicher Sektor	22,6	65	34,8	34,5
	Banken	4,7	12,3	38,2	7,2
	Unternehmen und private Haushalte	9,6	79,2	12,1	14,7
	Garantien, Derivate und Kreditzusagen	28,6	95,5	29,9	43,7
	<i>Summe</i>	<i>65,5</i>	<i>252,1</i>	<i>26,0</i>	<i>100,0</i>
Irland	Öffentlicher Sektor	3,4	22,2	15,3	1,8
	Banken	47,5	145,7	32,6	25,5
	Unternehmen und private Haushalte	87,7	348,5	25,2	47,0
	Garantien, Derivate und Kreditzusagen	47,9	228,9	20,9	25,7
	<i>Summe</i>	<i>186,5</i>	<i>745,3</i>	<i>25,0</i>	<i>100,0</i>
Portugal	Öffentlicher Sektor	7,4	44	16,8	16,7
	Banken	17,1	53,2	32,1	38,7
	Unternehmen und private Haushalte	12,7	114,6	11,1	28,7
	Garantien, Derivate und Kreditzusagen	7	80,8	8,7	15,8
	<i>Summe</i>	<i>44,2</i>	<i>292,6</i>	<i>15,1</i>	<i>100,0</i>
Spanien	Öffentlicher Sektor	26,2	111,2	23,6	12,1
	Banken	81,1	255,3	31,8	37,4
	Unternehmen und private Haushalte	74,4	359,5	20,7	34,3
	Garantien, Derivate und Kreditzusagen	34,9	263	13,3	16,1
	<i>Summe</i>	<i>216,6</i>	<i>989</i>	<i>21,9</i>	<i>100,0</i>

### II.2.3 Internationale Integration des deutschen Bankensystems

Auch nach dem teilweisen Rückzug aus den internationalen Märkten ist das deutsche Bankensystem in hohem Maße international vernetzt. Nach Angaben der Bundesbank betragen die bilanziellen Forderungen der deutschen Banken einschließlich ihrer Auslandsfilialen und -töchter gegenüber ausländischen Banken, Unternehmen und öffentlichen Haushalten Mitte 2010 knapp 2,5 Billionen Euro, hinzu kommen zusätzlich

geschätzte 784 Mrd. Euro für Kontrahentenrisiken aus Derivaten.<sup>138</sup> Im Schnitt halten die deutschen Banken 30 % ihrer Bilanzsumme in Form von bilanziellen Forderungen gegenüber dem Ausland. Anfang der 1990er Jahre hatten die Auslandsaktiva nur bei rund 10 % der Bilanzsumme gelegen.

**Graphik 2: Auslandsaktiva der deutschen Banken in % der Bilanzsumme**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Zeitreihenservice, Außenwirtschaftliche Bestandsstatistik.

Hinsichtlich der Bedeutung einzelner Länder für die Auslandsforderungen der deutschen Banken dominieren die Vereinigten Staaten (18,2 %) und das Vereinigte Königreich (16,2 %), aber auch internationale Finanzzentren wie Luxemburg und die Schweiz. Rund die Hälfte der Auslandsaktiva sind in Ländern der EWU investiert; 15,5 % ihrer Auslandsforderungen halten die deutschen Banken in Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien und damit in denjenigen Ländern, die in diesem Jahr infolge der Staatsschuldenkrise besonders unter Druck geraten sind. Dieser Wert mag auf den ersten Blick nicht besorgniserregend wirken, setzt man ihn zur Bilanzsumme des deutschen Bankensystems insgesamt ins Verhältnis. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass bei Zahlungsausfällen einzelner Staaten oder Gläubiger Kettenreaktion entstehen können, die auch andere Bilanzpositionen in Mitleidenschaft ziehen können.

Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zeigen zudem, wie stark Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern von Risiken in Europa betroffen ist. Im Schnitt macht das Exposure der deutschen Banken gegenüber Griechenland, Irland, Portugal und Spanien rund ein Fünftel aller Auslandsforderungen der BIS-Berichtsländer gegenüber diesen Ländern aus (Tabelle 1). Bezogen auf die Risiken, die von einzelnen Sektoren innerhalb dieser Länder ausgehen, weisen Portugal und Spanien eine relativ ähnliche Struktur auf. Hier machen Forderungen gegenüber Banken mit knapp 40 % und Forderungen gegenüber Unternehmen und Privatpersonen mit rund einem Drittel den Hauptteil der Forderungen aus. Im Fall Griechenlands dominieren Risiken, die sich aus Garantien, Derivaten und Kreditzusagen ergeben (44 %), gefolgt von Forderungen gegenüber dem Staat (35 %). Im Fall Irlands

<sup>138</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010.

bezieht sich rund die Hälfte des Exposures der deutschen Banken auf den Sektor der Unternehmen und privaten Haushalte.

Der hohe Grad der internationalen Integration des deutschen Bankensystems darf indes nicht darüber hinwegtäuschen, dass einzelne Banken und Bankengruppen unterschiedlich stark international aufgestellt sind bzw. von dem Auslandsgeschäft unterschiedlich stark profitieren. Es sind in erster Linie die großen Banken, die Niederlassungen im Ausland unterhalten; auffällig ist gleichzeitig, dass selbst kleine Banken Forderungen gegenüber dem Ausland haben und diese relativ breit über einzelne Länder gestreut sind.<sup>139</sup> Zudem gibt es Hinweise darauf, dass Banken mit einem hohen Anteil des inländischen Wholesale Funding ihre Nettoauslandsaktiva in den vergangenen Jahren überdurchschnittlich stark ausgeweitet haben.<sup>140</sup>

Es wäre zu erwarten, dass Banken Auslandsgeschäft betreiben, um höhere Renditen zu erzielen bzw. bei gegebenen Renditen ihr Risiko zu senken. Insgesamt zeigen Untersuchungen auf Basis von Mikrodaten für das deutsche Bankensystem jedoch, dass Erträge und Risiken der Banken in hohem Maße durch das Geschäft im Inland bestimmt werden;<sup>141</sup> Aktivitäten im Ausland tragen im Schnitt kaum zu einem besseren Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag einer Bank bei. Ein Grund hierfür ist, dass der Aufbau und die Aufrechterhaltung eines Filialnetzes im Ausland sehr kostenintensiv ist und somit Druck auf die Margen ausübt; empirische Studien zeigen zudem, dass internationale Finanzanlagen oftmals keine Verbesserung der Risikostreuung erbringen. Auch wenn sich aus diesen allgemeinen Befunden keine direkten Implikationen für einzelne Banken ableiten lassen, so ist doch eine gewisse Skepsis gegenüber Strategien geboten, die stark auf die Expansion in Auslandsmärkten abstellen.

Angesichts des hohen Grades der internationalen Integration, den das deutsche Bankensystem aufweist, stellt sich auch die Frage, wie stark sich Entwicklungen auf den internationalen Märkten auf Deutschland auswirken. Laut dem jüngsten Finanzstabilitätsbericht der Deutschen Bundesbank entstehen Risiken des Auslandsgeschäfts insbesondere aus dem Gewerbeimmobiliensektor, aus gehebelten Unternehmenskrediten und Verbriefungen sowie aus Forderungen gegenüber Unternehmen im Ausland. Insbesondere die Entwicklungen in den USA und dem Vereinigten Königreich sind auf Grund des Volumens der Auslandsforderungen relevant für das deutsche Bankensystem.<sup>142</sup> Ein geringes Wirtschaftswachstum in diesen Ländern und hohe makroökonomische Unsicherheit wirken sich daher negativ auf die Ertragslage und die Risiken der Banken in Deutschland aus.

In den vergangenen beiden Jahren konnten die von den internationalen Märkten ausgehenden Unsicherheiten in ihrer Wirkung auf das deutsche Bankensystem durch staatliche Stützungsmaßnahmen abgefedert werden. Insbesondere für die Banken, die vom SoFFin gestützt werden, konnten Untersuchungen der Bundesbank zu Folge internationale Ansteckungseffekte mit der Einrichtung des SoFFin reduziert werden. Im Umkehrschluss bedeutet das aber auch, dass sich die Banken bei Wegfall dieser Stützungsmaßnahmen mittelfristig steigenden Refinanzierungsrisiken gegenüber sähen.

---

<sup>139</sup> *Buch/Koch/Kötter*, Margins of International Banking: Is There a Productivity Pecking Order in Banking, Too? CESifo Working Paper Series Nr. 2891, 2009.

<sup>140</sup> Vgl. *Buch/Koch/Kötter*, Crises and Rescues: A Description of International Banks' Responses, Universities of Tübingen, Zürich, and Groningen, Mimeo, 2010.

<sup>141</sup> *Buch/Koch/Kötter*, Do banks benefit from internationalization? Revisiting the market power-risk nexus, Deutsche Bundesbank, Diskussionspapier 9/2010.

<sup>142</sup> *Deutsche Bundesbank*, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 55.

## II.2.4 Auswirkungen geänderter Eigenkapital- und Liquiditätsregeln

### 2.4.1 Neue Eigenkapitalregeln

Als regulatorische Konsequenz aus der Wirtschafts- und Finanzkrise sollen die Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen an Banken erhöht werden („Basel III“). Kern der Änderungen in Bezug auf das Eigenkapital ist eine Erhöhung des harten Kernkapitals von 2 % auf 4,5 %. Hinzu komme ein (anti-)zyklischer Risikopuffer von 2,5 %. Die Quote für das harte Kernkapital erhöht sich damit auf 7 %. Die gewichtete Kernkapitalquote (Tier 1) soll von 4 % auf 8,5 % und die gewichtete Gesamtkapitalquote von 8 % auf 10,5 % einer Bank steigen.<sup>143</sup> Der antizyklische Puffer soll länderspezifisch angepasst und in Phasen übermäßigen Kreditwachstums aufgebaut werden. Die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen erfolgt schrittweise und bis spätestens Ende 2018 umgesetzt sein.

Zusätzlich zu der risikogewichteten Eigenkapitalquote soll eine sogenannte *Leverage Ratio* (ungewichtetes Eigenkapital einer Bank relativ zu deren Bilanzsumme) eingeführt werden. Die genaue Höhe dieser *Leverage Ratio* ist noch nicht bekannt; derzeit werden die Auswirkungen eines Mindestkapitals von 3 % der Bilanzsumme geprüft. Die deutschen Banken weisen derzeit eine *Leverage Ratio* von 5 % auf, wobei die Bundesbank auf die sehr unterschiedliche Situation der einzelnen Banken hinweist.<sup>144</sup>

Für die hier betrachteten Banken sind die Neuregelungen des Basler Komitees von besonderer Bedeutung, da bis 1. Januar 2018 für bestehende staatliche Eigenkapitalbeteiligungen Übergangsfristen eingeräumt wurden. Ab Ende 2017 dürfen somit die Stillen Einlagen des Bundes nicht mehr dem Kernkapital zugerechnet und müssen spätestens dann durch echtes Eigenkapital abgelöst werden.<sup>145</sup>

Annex 2: Phase-in arrangements (shading indicates transition periods)  
(all dates are as of 1 January)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	As of 1 January 2019
Leverage Ratio	Supervisory monitoring		Parallel run 1 Jan 2013 – 1 Jan 2017 Disclosure starts 1 Jan 2015					Migration to Pillar 1	
Minimum Common Equity Capital Ratio			3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Capital Conservation Buffer						0.625%	1.25%	1.875%	2.50%
Minimum common equity plus capital conservation buffer			3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
Phase-in of deductions from CET1 (including amounts exceeding the limit for DTAs, MSRs and financials )				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Minimum Tier 1 Capital			4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Minimum Total Capital			8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
Minimum Total Capital plus conservation buffer			8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%
Capital instruments that no longer qualify as non-core Tier 1 capital or Tier 2 capital			Phased out over 10 year horizon beginning 2013						
Liquidity coverage ratio	Observation period begins				Introduce minimum standard				
Net stable funding ratio		Observation period begins						Introduce minimum standard	

<sup>143</sup> Pressemitteilung Bank for International Settlements vom 12.9.2010, „Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards Basel III“, und *Deutsche Bundesbank*, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 108.

<sup>144</sup> *Deutsche Bundesbank*, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 110.

<sup>145</sup> FAZ vom 13.9.2010, Nr. 212, S. 11, „Bankenaufseher verschärfen die Regeln – Bundesbankpräsident Weber: Deutsche Interessen angemessen berücksichtigt“.

Quelle: Pressemitteilung Bank for International Settlements vom 12.9.2010, „Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards Basel III“.

### 2.4.2 Neue Liquiditätsregeln

Die Neuregelungen des Basler Ausschusses betreffen nicht nur die Eigenkapitalanforderungen an Banken, sondern es wurden auch neue Liquiditätsregeln festgelegt. Demnach sollen die Banken zukünftig ausreichende Liquiditätsreserven vorhalten, um alle Verbindlichkeiten, die innerhalb eines Jahres fällig werden, abdecken zu können. Als Kenngröße sollen dabei die *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) und die *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) der Banken herangezogen werden. Als *Liquidity Coverage Ratio* wird das Verhältnis zwischen dem Bestand an hochliquiden Aktiva einer Bank und dem Nettozahlungsabgang unter Stress (Zeithorizont: ein Monat) bezeichnet; die *Net Stable Funding Ratio* wird berechnet als das Verhältnis zwischen dem Bestand an stabilen Passiva und der erforderlichen stabilen Refinanzierung (Zeithorizont: ein Jahr).<sup>146</sup> Laut Bundesbank werden private Titel mit einem Abschlag von 15 % mit bis zu 40 % als Teil der liquiden Aktiva bei der LCR anerkannt (z.B. Pfandbriefe oder Unternehmensanleihen); mindestens 60 % müssen aus Forderungen gegenüber Staaten bestehen. Die neuen Anforderungen müssen bis 2015 eingeführt sein; bis 2018 soll die erhöhte NSFR erfüllt sein.<sup>147</sup> Details zu diesen beiden Maßen werden derzeit in den zuständigen Fachgremien erörtert.<sup>148</sup>

### 2.4.3 Auswirkungen der neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln

Über die Auswirkungen dieser regulatorischen Änderungen auf die deutschen und internationalen Banken liegen bislang nur Schätzungen vor. Der Internationale Währungsfonds (IWF) schätzt, dass die meisten Banken ihre erhöhten Eigenkapitalanforderungen über einbehaltene Gewinne erfüllen können.<sup>149</sup> Untersucht wurden 69 Banken in Nordamerika, Europa und Asien, von denen 48 in Folge der Neuregelungen ihr Eigenkapital ausweiten müssten; für 38 dieser Banken reichte die Thesaurierung zukünftiger Gewinne aus. Dabei wurde angenommen, dass die Banken in den kommenden Jahren Gewinne erzielen können, die halb so hoch wie vor der Krise (2004-2007) sind. Als besonders problematisch stellt sich nach diesen Berechnungen die Situation der europäischen Banken dar.<sup>150</sup>

Die Europäische Bankenaufsicht (CEBS) kommt auf der Basis eines im Juli 2010 veröffentlichten Bankenstresstests zu dem Ergebnis, dass sieben Banken die Referenzkernkapitelquote von 6 % nach einer weiteren Stresssituation nicht erfüllen würden und insgesamt einen Kapitalbedarf von 3,5 Mrd. Euro hätten; darunter die HRE mit 1,2 Mrd. Euro.<sup>151</sup> Bei diesen Berechnungen wird bereits davon ausgegangen, dass staatliche

---

<sup>146</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010.

<sup>147</sup> Zeitler, Krisenreaktion und Krisenprävention – Ein Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte, Rede im Rahmen der Münchener Seminare vom 8.11.2010.

<sup>148</sup> Vgl. Pressenotiz Deutsche Bundesbank vom 13.9.2010, „Group of Governors of Central Banks and heads of Supervisions (GHoS) einigen sich auf höhere Mindestkapitalanforderungen“.

<sup>149</sup> *International Monetary Fund*, Global Financial Stability Report, Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, 2010.

<sup>150</sup> FAZ vom 4.11.2010, Nr. 257, S. 12, „Bundesbank: Großbanken brauchen mehr Kapital – Aufschläge für systemrelevante Banken werden wohl erst später verbindlich“.

<sup>151</sup> Zu berücksichtigen ist, dass dieser Stresstest vor der Auslagerung risikoreicher Aktiva in die FMSW durchgeführt wurde. *Bank of International Settlements: BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments*, September 2010.

Eigenkapitalmaßnahmen verlängert werden (CEBS 2010). Die Krise in Irland hat gleichwohl eine Diskussion darüber ausgelöst, ob die Stresstests der CEBS dennoch auf zu optimistischen Annahmen beruhen. Denn die irischen Banken hatten die Stresstests zwar bestanden, waren aber kurz darauf dennoch in massive Schwierigkeiten geraten.

Für die deutschen Banken berechnet die Bundesbank einen zusätzlichen Bedarf an hartem Kernkapital bis 2018 um rund 50 Mrd. Euro.<sup>152</sup> Für die Sparkassen und Genossenschaftsbanken ist der zusätzliche Kapitalbedarf gering und kann weitgehend über einbehaltene Gewinne erbracht werden. Ein gewisser Teil der Anpassung würde demnach über eine Reduktion der Aktiva erfolgen (Rückgang des Kreditvolumens bis 2018: 3 %); die maximale negative Auswirkung auf das BIP beliefe sich demnach kumuliert auf 0,4 %. Der geschätzte Kapitalbedarf entspricht in etwa der bisherigen Zufuhr an Kapital für die Stützung der deutschen Banken durch die öffentliche Hand in Höhe von 50 Mrd. Euro<sup>153</sup> bzw. 2 % des BIP (2009).

Die nationalen und internationalen Simulationsstudien liefern nicht nur Abschätzungen des Volumens des zusätzlichen Kapitalbedarfs; auch die realwirtschaftlichen Folgen erhöhter Eigenkapitalquoten wurden untersucht. Eine vom *Financial Stability Board* und vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht eingerichtete *Macroeconomic Assessment Group* kommt in ihrem Zwischenbericht von August 2010 zu dem Ergebnis, dass eine Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen<sup>154</sup> um einen Prozentpunkt das BIP weltweit um 0,08 % pro Jahr bzw. um 0,19 % nach viereinhalb Jahren (für eine Übergangsperiode von vier Jahren) senkt; von diesen 0,19 % können 0,03 % durch internationale Übertragungseffekte erklärt werden. Eine Erhöhung der Liquiditätsanforderungen um 25 % würde nach Einschätzungen dieser Arbeitsgruppe einen Rückgang des BIP um 0,10 % induzieren; ebenfalls 0,03 % auf Grund internationaler Übertragungseffekte.

## II.2.5 Refinanzierungsbedarf

Die Refinanzierungssituation der deutschen Banken hat sich insgesamt in jüngster Zeit entspannt.<sup>155</sup> Die deutschen Banken hatten auf den internationalen Geldmärkten keine größeren Refinanzierungsprobleme, Tagesgeldsätzen und Refinanzierungssatz haben sich angenähert, und die Einlagenfazilität des Eurosystems wurde weniger stark in Anspruch genommen.<sup>156</sup> Allerdings wird es in den kommenden beiden Jahren zu einem erheblichen Refinanzierungsbedarf von Banken und öffentlichen Haushalten, so dass insbesondere für diejenigen Banken, die stark auf eine Refinanzierung über die Märkte angewiesen sind, Engpässe entstehen könnten.

Schätzungen des Internationalen Währungsfonds zu Folge müssen bis Herbst 2012 Verbindlichkeiten in Höhe von rund 4 Billionen US-Dollar refinanziert werden; das entspricht rund 4 % der Aktiva der Banken weltweit (USD 93 Billionen).<sup>157</sup> Für die deutschen und europäischen Banken liegt der Refinanzierungsbedarf über Zentralbanken (*wholesale funding*) mit 40 % der gesamten Verbindlichkeiten im Vergleich zu Märkten wie dem Vereinigten Königreich, den USA oder Japan (25 %) vergleichsweise hoch. Wiederum sind es daher den Schätzungen des IWF zu Folge die europäischen Banken, die auf Grund ihres vergleichsweise

---

<sup>152</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 112.

<sup>153</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 125.

<sup>154</sup> Modelliert wird ein Anstieg der „target ratio of tangible common equity“.

<sup>155</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010.

<sup>156</sup> Zeitler, Situation des deutschen Bankensystems im Jahr 2011 – Kurs halten auf dem Weg zur Überwindung der Krise!, Rede anlässlich der 13. Euro Finance Week in Frankfurt a.M. vom 15.11.2010.

<sup>157</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 2010.

hohen Anteils des *wholesale funding* bzw. eines relativ schwachen Einlagengeschäfts Schwierigkeiten haben dürften, die erhöhten Liquiditätsanforderungen zu erfüllen. Für 2011 wird in Deutschland mit einem Refinanzierungsbedarf der Kreditinstitute von ca. 340 Mrd. Euro gerechnet und damit einem erheblichen Anteil des für Europa insgesamt berechneten Bedarfs von 700 bis 800 Mrd. Euro; hinzu kommt ein Refinanzierungsbedarf europäischer Staaten von weiteren 800 Mrd. Euro.<sup>158</sup>

Angesichts des hohen Refinanzierungs- und Eigenkapitalbedarfs des weltweiten Bankensystems kommt der IWF zu dem Ergebnis, dass nach wie vor eine angespannte Lage auf den internationalen Finanzmärkten herrscht, der nationale Ausstiegsstrategien Rechnung tragen sollten.<sup>159</sup> Gerade in der Europäischen Währungsunion bestehe die Gefahr negativer Rückkoppelungseffekte zwischen Staatsschulden einerseits und der Stabilität des Bankensystems andererseits. Ziel von Ausstiegsstrategien der Staaten aus dem Bankensektor solle es daher sein, den Banken auskömmliche Margen zu ermöglichen und Überkapazitäten abzubauen.

## II.2.6 Zwischenfazit

Auf den internationalen Finanzmärkten ist das Transaktionsvolumen seit Ausbruch der Krise zurückgegangen und die Risikoaufschläge sind gestiegen. In jüngster Zeit haben sich die Kapitalströme langsam wieder erholt. Anleger differenzieren sowohl bei der kurzfristigen als auch bei der längerfristigen Finanzierung stark nach Bonität der jeweiligen Emittenten,<sup>160</sup> und gerade die Interbankenmärkte haben noch nicht wieder zu der Normalität der Vorkrisenzeit zurückgefunden. In den kommenden beiden Jahren ist mit einem erhöhten Refinanzierungsbedarf der Banken und öffentlichen Haushalte zu rechnen, der es gerade Emittenten mit niedriger Bonität erschweren dürfte, sich kurzfristig über die Märkte zu refinanzieren. Für das deutsche Bankensystem weist der jüngste Finanzstabilitätsbericht der Deutschen Bundesbank zudem – bei einer allgemein stabilen Lage – auf große Unterschiede zwischen den einzelnen Instituten und die Notwendigkeit einer Konsolidierung des Bankensystems und die damit verbundenen Effekte für die Systemstabilität hin.<sup>161</sup> Dabei betont die Bundesbank, dass sich das inländische Umfeld für die deutschen Banken weitgehend stabilisiert hat, während die Risiken internationaler Bankgeschäfte zugenommen haben. Zudem ergeben sich Risiken aus einer zunehmenden Fristentransformation der Banken angesichts niedriger kurzfristiger Zinsen.<sup>162</sup>

---

<sup>158</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010.

<sup>159</sup> International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, 2010.

<sup>160</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 25.

<sup>161</sup> Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2010, S. 111.

<sup>162</sup> Zeitler, Situation des deutschen Bankensystems im Jahr 2011 – Kurs halten auf dem Weg zur Überwindung der Krise!, Rede anlässlich der 13. Euro Finance Week in Frankfurt a.M. vom 15.11.2010.

## II.2.7 Nachweise

- Bank for International Settlements*, BIS Quarterly Review: International banking and financial market developments, Basel September 2010.
- Bank for International Settlements*, Pressemitteilung vom 12.9.2010, „Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards Basel III“.
- Buch, Claudia M./Koch, Cathérine Tahmee/Kötter, Michael*, Margins of International Banking: Is There a a Productivity Pecking Order in Banking, Too? CESifo Working Paper Series Nr. 2891, München 2009.
- Buch, Claudia M./Koch, Cathérine Tahmee/Kötter, Michael*, Crises and Rescues: A Description of International Banks' Responses, Universities of Tübingen, Zürich, and Groningen, Mimeo, 2010.
- Buch, Claudia M./Koch, Cathérine Tahmee/Kötter, Michael*, Do banks benefit from internationalization? Revisiting the market power-risk nexus, Deutsche Bundesbank, Diskussionspapier 9/2010, Frankfurt a.M.
- Committee of European Banking Supervisors*, Aggregate Outcome of the 2010 EU-wide stress test exercise coordinated by CEBS in cooperation with the ECB, London Juli 2010.
- Deutsche Bundesbank*, Finanzstabilitätsbericht 2010, Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht April 2010, Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank*, Pressenotiz vom 13.9.2010, „Group of Governors of Central Banks and heads of Supervisions (GHoS) einigen sich auf höhere Mindestkapitalanforderungen“.
- Eurogroup*. Statement by the Eurogroup vom 28. November 2010, abrufbar unter [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf).
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)* vom 13.9.2010, Nr. 212, S. 11, „Bankenaufseher verschärfen die Regeln – Bundesbankpräsident Weber: Deutsche Interessen angemessen berücksichtigt“.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)* vom 4.11.2010, Nr. 257, S. 12, „Bundesbank: Großbanken brauchen mehr Kapital – Aufschläge für systemrelevante Banken werden wohl erst später verbindlich“.
- Handelsblatt* vom 14.12.2010.
- International Monetary Fund*, Global Financial Stability Report. Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity, Washington DC 2010.
- International Monetary Fund*, World Economic Outlook, Washington DC Oktober 2010.
- Zeitler, Franz-Christoph*, Krisenreaktion und Krisenprävention – Ein Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte, Rede im Rahmen der Münchener Seminare vom 8.11.2010, Frankfurt a.M.

## II.3 Übersicht zu den Ausstiegsstrategien in anderen Ländern, insbesondere in der EU und den G20

### II.3.1 Einleitung

Die Regierungen weltweit haben als Reaktion auf die Finanzkrise eine Reihe von Stützungsmaßnahmen für Banken eingeleitet.<sup>163</sup> Diese Maßnahmen können grob in vier Phasen eingeteilt werden: Die erste Phase (August 2007 – September 2008) war durch Einzelmaßnahmen gekennzeichnet, die insbesondere einige deutsche (Landes-)Banken betrafen. In der zweiten Phase (Oktober 2008) wurden umfangreiche Hilfsprogramme, insbesondere Garantien von Bankeneinlagen, von einer Reihe von Volkswirtschaften nahezu zeitgleich verabschiedet. In Phase drei (November – Dezember 2008) wurden weitere Einzelmaßnahmen umgesetzt, die dann in Phase vier (seit Januar 2009) in Maßnahmen zur Bereinigung der Aktivseiten der Bankbilanzen und der Rekapitalisierung der Banken übergingen.

Für Deutschland können die Erfahrungen anderer Länder mit diesen Rekapitalisierungsprogrammen interessant sein. Zum einen zeigen sie, welche institutionellen Arrangements, die beim Einstieg des Staates in die Banken gewählt wurden, den Ausstieg erleichtert oder auch erschwert haben. Der Einstieg über Stamm- oder Vorzugsaktien beispielsweise hat einen Ausstieg über den Verkauf von Aktien am Kapitalmarkt tendenziell erleichtert. Zum anderen zeigen sie aber auch, inwiefern strukturelle Eigenschaften der betroffenen Banken und Bankensysteme eine Rolle spielen. Insbesondere bei der Re-Privatisierung der Immobilienfinanzierer ergeben sich in anderen Ländern Schwierigkeiten.

Im Folgenden wird auf die Entwicklungen in den für die deutschen Banken wichtigsten Länder eingegangen, wobei Eigenkapitalhilfen der Regierungen im Vordergrund stehen. Es werden die Ansätze Belgiens, der Niederlande, Frankreichs, der Schweiz, des Vereinigten Königreichs und der USA betrachtet. Hierbei handelt es sich um Länder, die einerseits auf Grund ihrer engen finanziellen Verflechtungen mit Deutschland eine besondere Rolle spielen (Vereinigtes Königreich, USA) oder andererseits in enger räumlicher Nähe zu Deutschland liegen und gleichzeitig von den jüngsten Spannungen in der Eurozone nicht direkt betroffen waren.<sup>164</sup> Tabelle 1 zeigt, dass die Eurozone insgesamt mit 22 % der Forderungen der deutschen Banken und 15 % der Verbindlichkeiten besonders eng mit deutschen Banken vernetzt ist; als einzelne Länder sind aber die USA (24 bzw. 27 %) und das Vereinigte Königreich (21 bzw. 23 %) am wichtigsten. Die Einzelheiten zu den jeweiligen Stützungsmaßnahmen sind im Anhang tabellarisch zusammengefasst.

---

<sup>163</sup> Für eine Übersicht der Programme und Auswirkungen vgl. *Bank for International Settlements, An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes*, BIS Papers 48, Juli 2009; *Federal Reserve Bank of New York, International Responses to the Crisis Timeline*, 2010, abrufbar unter [http://www.ny.frb.org/research/global\\_economy/IRCTimelinePublic.pdf](http://www.ny.frb.org/research/global_economy/IRCTimelinePublic.pdf); *Petrovic/Tutsch, National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis*, ECB Legal Paper 8, Juli 2009; *Stolz/Wedow, Extraordinary Measures in Extraordinary Times, Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States*, European Central Bank, ECB Occasional Paper 117, Juli 2010.

<sup>164</sup> Der Fall Irlands und anderer Länder an der Peripherie Europas wie Spanien oder Portugal wird hier nicht betrachtet, da die Spannungen in der Eurozone in diesen Ländern Ausstiegsstrategien der Regierungen im Wege stehen und diese Erfahrungen daher kaum auf Deutschland übertragbar sind.

**Tabelle 1: Forderungen und Verbindlichkeiten der deutschen Banken gegenüber dem Ausland (September 2010)**

	Forderungen				Verbindlichkeiten			
	Insgesamt	Kurzfristig ggü. Banken	Langfristig ggü. Banken	Anteil Banken (%)	Insgesamt	Kurzfristig ggü. Banken	Langfristig ggü. Banken	Anteil Banken (%)
Alle Länder (€)	1.156.057	345.692	41.780		745.856	336.857	45.261	
Alle Länder (%)	100,0	100,0	100,0	33,5	100,0	100,0	100,0	51,2
EU	45,4	38,9	37,1	28,6	39,0	30,8	53,7	43,9
UK	21,4	19,1	14,1	29,1	22,8	13,2	36,5	35,8
EWU	21,9	17,8	21,8	27,8	14,9	15,9	15,5	54,5
Belgien	0,4	0,5	0,7	43,5	0,9	1,7	0,0	81,2
Frankreich	2,7	1,2	1,6	16,1	1,6	2,9	0,9	87,5
Griechenland	0,4	0,3	0,2	21,14	0,1	0,1	0,0	67,7
Irland	4,1	5,7	0,0	41,9	1,0	0,9	1,2	51,3
Italien	4,2	1,4	12,3	20,6	3,0	1,1	0,8	17,8
Luxemburg	4,9	5,4	6,0	36,8	3,7	5,0	10,5	77,7
Niederlande	1,8	1,1	0,1	18,8	2,2	2,1	0,0	43,9
Portugal	0,5	0,2	0,2	11,7	0,2	0,2	0,6	76,2
Spanien	2,3	1,5	0,3	20,3	0,6	0,9	1,4	81,9
Schweiz	0,6	0,4	0,7	22,5	1,8	3,0	0,1	73,6
US	24,1	19,2	7,4	24,9	27,3	20,2	23,1	38,6

Quelle: Deutsche Bundesbank, Zahlungsbilanzstatistik November 2010, eigene Berechnungen

### II.3.2 Belgien

In Belgien hat es – ebenso wie in den Niederlanden – nur Ad-hoc-Kapitalhilfen gegeben. Zu den begünstigten Banken zählen die vier größten des Landes. Belgien war zudem an zwei grenzüberschreitenden Rettungsaktionen beteiligt – mit einer Kapitalbeteiligung an der Fortis Gruppe (gemeinsam mit den Niederlanden) und der Übernahme von Stammaktien an der Dexia Gruppe (gemeinsam mit Frankreich und den Niederlanden). In der Summe belaufen sich die staatlichen Beteiligungen an Banken auf 20,9 Mrd. Euro. Eine Bilanz bezüglich der Beteiligungen ist mangels Rückzahlungen noch nicht möglich.<sup>165</sup>

### II.3.3 Frankreich

Der französische Staat hat für seine Bankenbeteiligungen mit Gesetz vom 16.10.2008 ein Rekapitalisierungsschema aufgelegt. Der Staat konnte über die Gesellschaft für Staatsbeteiligungen SPPE (*Société de prise de participation de l'Etat*) Kapitalhilfen in einem Gesamtvolumen von 21,5 Mrd. Euro gewähren, die in zwei Tranchen von 10,5 Mrd. und 11 Mrd. Euro aufgeteilt wurden. Im Ergebnis wurden im Rahmen der ersten Tranche 9,95 Mrd. Euro, im Rahmen der zweiten Tranche 9,8 Mrd. Euro tatsächlich in Anspruch genommen. Im Rahmen der ersten Tranche zeichnete die SPPE von den begünstigten Banken emittierte nachrangige, unbefristete Schuldtitel. Diese hybride Kapitalform war dem Tier 1-Kapital zurechenbar. Bei den unterstützten Banken handelt es sich um die sechs größten Banken Frankreichs; es wurden diesen Banken Zinsen von 8 % berechnet.

<sup>165</sup> Bezüglich der Umstrukturierung der Fortis Gruppe erzielte der belgische Staat zunächst mit dem Tausch der Anteile an der Fortis Bank Belgien gegen Anteile der BNP Paribas eine Wertsteigerung gegenüber dem Einstieg bei Fortis. Ferner brachte die Beteiligung der Fortis Gruppe und BNP Paribas am ausgelagerten Portfolio einen Erlös von 10,4 Mrd. Euro ein.

Im Rahmen der zweiten Tranche bestand für die Banken die Wahl, entweder in Entsprechung zu den Bedingungen der ersten Tranche Hybridanleihen oder aber Vorzugsaktien ohne Stimmrechte auszugeben. Diese berechtigten zu Dividendenzahlungen in Höhe von 105 % der Dividende auf Stammaktien im Jahre 2009 bis zu 125 % von 2018 an. Die mit jedem Jahr steigenden Kosten sollten einen Anreiz für das Institut darstellen, sich möglichst schnell des Instruments zu entledigen.

Mit dem Rekapitalisierungsschema wurden auch Bedingungen für eine Rückzahlung der geleisteten Hilfen vorgesehen: Der Rückkaufspreis für die nachrangigen Schuldtitel betrug innerhalb des ersten Jahres nach Emission 100 % des Emissionspreises, ab dem zweiten Jahr 101 %, dann ansteigend bis zu 111 % ab dem sechsten Jahr. Für die ausgegebenen Vorzugsaktien wurde zwar der dann gültige Kurswert als Rückkaufspreis festgelegt, jedoch wurden Unter- und Obergrenzen fixiert.<sup>166</sup>

Alle bis auf eine Bank haben mittlerweile die im Rahmen des Rekapitalisierungsschemas geleisteten Kapitalhilfen zurückgezahlt. Einzig bei BPCE ist der Staat noch mit einem Teil seiner Einlagen in Höhe von 2,9 Mrd. Euro beteiligt. An Zinszahlungen und Dividenden erzielte der französische Staat in der Summe bislang 1,13 Mrd. Euro, für die noch ausstehende Beteiligung bei BPCE werden bis zu weiteren 514 Mio. Euro veranschlagt. Die französische Regierung erwartet in der Bilanz einen Gewinn über ihre Bankbeteiligungen im Rahmen der Finanzkrise. Trotzdem steht sie in der Kritik, da der Staat diese Gewinne allein über Zinszahlungen und Dividenden erzielt, die Chance auf höhere Einkünfte über eine Beteiligung an den Kursgewinnen der unterstützten Banken jedoch ausließ. Die Bedingungen des Rekapitalisierungsschemas sehen bezüglich der nachrangigen Schuldtitel wie der Vorzugsaktien eine Rückzahlungsmöglichkeit zum Emissionspreis bei Rückzahlung innerhalb des ersten Jahres nach Emission vor. Diese Möglichkeit nutzten alle Banken bis auf die Banques Populaires Caisses d'Épargne (BPCE), die vergleichbar mit den deutschen Sparkassen sind.

### **II.3.4 Niederlande**

In den Niederlanden ist im Rahmen der Finanzkrise kein allgemeines Rekapitalisierungsschema aufgelegt worden, vielmehr handelt es sich bei allen Beteiligungen um Ad-hoc-Maßnahmen. Daneben wurde die Bank Fortis/ABN Amro Niederlande verstaatlicht. Im Ergebnis wurden die vier größten Banken des Landes gestützt: Die Beteiligungen belaufen sich im Gesamtvolumen auf 13,75 Mrd. Euro, hinzukommen die im Zuge der Verstaatlichung der Fortis/ABN Amro angefallenen 20,69 Mrd. Euro. Die durch die Fusion von Fortis Bank Niederlande und ABN Amro Niederlande entstandene ABN Amro Niederlande ist noch zu 100 % in staatlicher Hand. Eine Privatisierung wird für die Jahre 2013 bis 2015 erwartet.

Bei den bislang erfolgten Rückzahlungen von knapp 50 % des Gesamtvolumens ergab sich über die Rückzahlungsprämien und Zinszahlungen ein Gewinn für den niederländischen Staat von 1,428 Mrd. Euro. Aegon plant, seine ausstehenden Schuldtitel bis Juni 2011 zu tilgen. Offen sind die genauen Ausstiegspläne für ING, SNS Reaal und ABN Amro.

---

<sup>166</sup> Untergrenze sollte bis Mitte 2013 der Emissionspreis, von da an 110 % des Emissionspreises sein. Die Obergrenze sollte von 103 % des Emissionswertes bei einer Rückzahlung bis zum 30.6.2010 jährlich ansteigen bis zu einer Obergrenze von 160 % des Emissionswertes vom 1.7.2022 an.

### II.3.5 Schweiz<sup>167</sup>

Die Schweizer Regierung hatte 2008 der UBS 6 Milliarden Franken in Form einer Pflichtwandelanleihe zur Verfügung gestellt. Sie hat diese Anleihe später in 332,2 Millionen Aktien gewandelt und verfügte damit über rund 9 % der Anteile an der UBS.<sup>168</sup> Zugleich erhielt die Schweizer Regierung Rechte zur Beteiligung an Investorengesprächen und die Überwachung des Risikomanagements der Bank.<sup>169</sup>

Im August 2009 verkaufte die Schweizer Regierung – bereits 8 Monaten nach dem Einstieg bei der UBS – ihr gesamtes Aktienpaket wieder an institutionelle Anleger. Zusammen mit der von UBS zu leistenden Zahlung für die entgangenen Coupons der Pflichtwandelanleihe in Höhe von 1,8 Milliarden erzielte die Schweizer Regierung einen Gesamterlös in Höhe von 7,2 Milliarden Franken. Das Investment bei der UBS erbrachte ihr daher einen Gewinn von 1,2 Milliarden Franken, was auf ein Jahr hochgerechnet einer Rendite von 30 % entspricht.<sup>170</sup>

### II.3.6 Vereinigtes Königreich

Das britische Bankensystem hat im Zuge der Finanzkrise umfangreiche staatliche Interventionen erfahren.<sup>171</sup> Insgesamt haben Kapitalhilfen und Kredite zu Ausgaben in Höhe von 124 Mrd. Pfund geführt. Die Hilfen für die Banken nehmen verschiedene Formen an: Über ein *Asset Protection Scheme* wurden Garantien für Risikopositionen in Bankbilanzen übernommen; für Garantien, die Liquiditätshilfen der Zentralbank zu Grunde liegen, wurden Mittel im Rahmen eines *Special Liquidity Schemes* bereitgestellt; und es wurden Bürgschaften für besicherte Bankemissionen im Rahmen eines *Credit Guarantee Schemes* übernommen. Hinzu kommen Eigenkapitalhilfen. Während der Ausstieg aus den Garantie- und Kreditprogrammen bereits begonnen hat und zum Teil mit Gewinnen für den Staat verbunden war, ist der Ausstieg aus den Kapitalbeteiligungen noch offen.

Im Februar 2008 wurde zunächst die sich in Liquiditätsschwierigkeiten befindliche Bank Northern Rock verstaatlicht; im September desselben Jahres folgte der Baufinanzierer Bradford & Bingley. Allerdings übernahm die britische Regierung nur das Hypothekengeschäft; das Spareinlagengeschäft wurde an die spanische Santander Group verkauft.<sup>172</sup> Rechtsgrundlage der Verstaatlichungen war der Banking (Special Provisions) Act 2008. Die Anteile an den Banken werden von der UK Financial Investments Ltd, einer eigens zu diesem Zwecke gegründeten Gesellschaft in staatlicher Hand, gehalten.<sup>173</sup>

Northern Rock wurde Anfang 2010 in zwei selbstständige Einheiten aufgeteilt, Northern Rock plc und Northern Rock Asset Management plc, eine Bad Bank zur Abwicklung der Verbindlichkeiten. Unklar ist die Zukunft von Northern Rock plc. Die britische Regierung hatte zunächst betont, dass die Verstaatlichung nur einen temporären Zustand darstelle und

---

<sup>167</sup> Die folgende Darstellung bezieht sich auf Rekapitalisierungsmaßnahmen; zusätzlich hat die UBS im Oktober 2008 Risikoaktiva in eine „Bad Bank“ ausgegliedert, FAZ vom 29.12.2010, Nr. 303, S. 13, „Spanien/Schweiz: Sparkassen und die UBS“.

<sup>168</sup> Spiegel Online vom 20.8.2009, „Schweiz verkauft UBS-Anteile“.

<sup>169</sup> Vgl. Metzler, NZZ Online vom 20.8.2009, abrufbar unter [http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/-332\\_millionen\\_ubs-aktien\\_auf\\_der\\_suche\\_nach\\_neuen\\_besitzer\\_1.3377646.html](http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/-332_millionen_ubs-aktien_auf_der_suche_nach_neuen_besitzer_1.3377646.html).

<sup>170</sup> Metzler, NZZ Online vom 20.8.2009, abrufbar unter [http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/-332\\_millionen\\_ubs-aktien\\_auf\\_der\\_suche\\_nach\\_neuen\\_besitzer\\_1.3377646.html](http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/-332_millionen_ubs-aktien_auf_der_suche_nach_neuen_besitzer_1.3377646.html); Spiegel Online vom 20.8.2009, „Schweiz verkauft UBS-Anteile“.

<sup>171</sup> Schulz, FAZ vom 29.12.2010, Nr. 303, S. 13.

<sup>172</sup> Siehe Reuters vom 29.9.2010, „Britain nationalises Bradford & Bingley“, abrufbar unter <http://www.reuters.com/article/idUSBINGLEY20080929>.

<sup>173</sup> HM Treasury vom 3.11.2008, New company to manage Government's shareholding in banks, abrufbar unter [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/press\\_114\\_08.htm](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/press_114_08.htm).

eine Reprivatisierung beabsichtigt sei. Es wird auch diskutiert, Northern Rock in eine Genossenschaft (cooperative) oder genossenschaftsähnliche Organisation (mutual) umzuwandeln.<sup>174</sup>

Im Oktober 2008 hat die britische Regierung der Royal Bank of Scotland im Gegenzug für Vorzugsaktien (preferred shares) Tier-1-Kapital in Höhe von 20 Milliarden Pfund zur Verfügung gestellt.<sup>175</sup> Im Januar 2009 wurden die Vorzugsaktien gegen Stammaktien (ordinary shares) eingetauscht. In der Folge hielt die britische Regierung 70 % der Anteile an der RBS.<sup>176</sup> Die ursprünglich in Höhe von 12 % vereinbarten Zinszahlungen wurden zu diesem Zeitpunkt auf 5 % gesenkt. Im Februar erhielt die RBS eine weitere Kapitalspritze in Höhe von 25,5 Milliarden Pfund.<sup>177</sup> Mit Stand vom Juli 2010 hielt die britische Regierung 83 % der gesamten Aktien und 68 % der Stimmrechte an der RBS.<sup>178</sup> An der Lloyds Bankengruppe ist die Regierung mit 21 Mrd. Pfund beteiligt.

### II.3.7 Vereinigte Staaten

Die US-amerikanische Regierung hat den Liquiditätsproblemen von Banken und anderen Unternehmen im Zuge der Finanzkrise mit dem Troubled Asset Relief Program (TARP) entgegengewirkt. Wesentlicher Bestandteil dieses Programms ist das Capital Purchase Program (CPP),<sup>179</sup> das mittlerweile beendet wurde: Banken wurde Kapital zugeführt, indem der US-amerikanische Staat Vorzugsaktien (preferred stock) und sog. equity warrants (Berechtigungsscheine, die dem Inhaber den Erwerb von Aktien für einen festgelegten Preis gestatten) kaufte. Die beteiligten Banken sind verpflichtet, der US-amerikanischen Regierung eine Dividende auf die Vorzugsaktien in Höhe von 5 % in den ersten fünf Jahren und 9 % in den darauffolgenden Jahren zu zahlen.<sup>180</sup> Insgesamt wurde 707 US-amerikanischen Banken Kapital in Höhe von 205 Milliarden USD zugeführt.<sup>181</sup> An diesem Programm haben die größten amerikanischen Banken, u.a. Goldman Sachs Group, Morgan Stanley, J.P. Morgan Chase, Bank of America, Citigroup und Wells Fargo partizipiert.<sup>182</sup>

Zahlreiche Banken, darunter Goldman Sachs Group Inc., Morgan Stanley, J.P. Morgan Chase & Co., Bank of America Corp und Wells Fargo & Co haben mittlerweile die Vorzugsaktien von der Regierung wieder vollständig zurückgekauft.<sup>183</sup> Mit Stand von August 2010 hat die US-amerikanische Regierung insgesamt bereits fast 75 % der eingesetzten Mittel wieder

---

<sup>174</sup> Porter, The Telegraph vom 12.4.2010, abrufbar unter <http://www.telegraph.co.uk/news/election-2010/7579473/General-Election-2010-Northern-Rock-customers-to-get-shares.html>; BBC News, „At-a-glance: Lib Dem general election 2010 manifesto“, abrufbar unter [http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk\\_news/politics/election\\_2010/8619630.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/politics/election_2010/8619630.stm).

<sup>175</sup> UK Financial Investments Ltd., Annual Report and Accounts 2009/10, S. 19, abrufbar unter <http://www.ukfi.co.uk/releases/UKFI%20Annual%20Report%20AW%20rev%20interactive.pdf>.

<sup>176</sup> Anderson/Mullineux, Economic Synopses 2009, S.1.

<sup>177</sup> Anderson/Mullineux, Economic Synopses 2009, S.1.

<sup>178</sup> UK Financial Investments Ltd., Annual Report and Accounts 2009/10, S. 19, abrufbar unter <http://www.ukfi.co.uk/releases/UKFI%20Annual%20Report%20AW%20rev%20interactive.pdf>.

<sup>179</sup> Im Rahmen von TARP wurden auch rund 21 Milliarden USD an Krediten für die Automobilindustrie zur Verfügung gestellt.

<sup>180</sup> U.S. Department of the Treasury, Factsheet on Capital Purchase Program, abrufbar unter <http://www.financialstability.gov/roadtostability/CPPIfactsheet.htm>.

<sup>181</sup> U.S. Department of the Treasury, Factsheet on Capital Purchase Program, abrufbar unter <http://www.financialstability.gov/roadtostability/CPPIfactsheet.htm>.

<sup>182</sup> New York Times vom 14.10.2008, „Beneficiary Banks“, abrufbar unter <http://www.nytimes.com/imagepages/2008/10/14/business/14bailout.graphic2.html>.

<sup>183</sup> Vgl. die Liste des Onlinemagazins ProPublica, abrufbar unter <http://bailout.propublica.org/list/index>.

zurückgehalten (148 von 205 Milliarden USD).<sup>184</sup> In Anbetracht der seit dem Höhepunkt der Krise wieder gestiegenen Aktienkurse war der Aktienrückkauf in der Regel mit deutlichen Gewinnen für den US-amerikanischen Staat verbunden.<sup>185</sup> Daher erwartet das Finanzministerium, dass das Capital Purchase Program auch in der Summe zu einem Gewinn für den US-amerikanischen Staat führen wird.<sup>186</sup> Das Congressional Budget Office hat mit Stand von November 2010 geschätzt, dass das Capital Purchase Program letztlich zu einem Gewinn von rund 15 Milliarden USD führen wird.<sup>187</sup> Ferner hat die Regierung die oben genannten equity warrants auf dem freien Markt mit Hilfe von Auktionen verkauft und plant dies im Laufe dieses Jahres fortzusetzen.<sup>188</sup> Zahlreiche kleinere Banken sind mit ihren Dividendenzahlungen in Verzug.<sup>189</sup> In diesen Fällen kann das Finanzministerium Beobachter entsenden und gegebenenfalls von seinem Recht Gebrauch machen, bis zu zwei Mitglieder des Vorstandes zu stellen.<sup>190</sup>

Während die US-amerikanische Regierung bei allen übrigen Banken keine Stimmrechte besitzt bzw. besaß, erwarb sie an der Citigroup auch 36 % der Anteile in Form von Stammaktien (common stock).<sup>191</sup> Die Regierung hat allerdings bereits damit begonnen, einen nicht unerheblichen Teil ihrer Aktien an der Citigroup auf dem freien Markt zu veräußern.<sup>192</sup> Im Übrigen hatte die Citibank ebenso wie die Bank of America eine zusätzliche Kapitalzufuhr in Höhe von jeweils 20 Milliarden USD im Rahmen des Targeted Investment Program erhalten. Beide Banken haben diese bereits wieder zurückgezahlt und der US-amerikanischen Regierung in der Folge einen Gewinn von insgesamt 7 Milliarden USD erbracht.<sup>193</sup>

Eine besondere Rolle spielen in den USA die Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac. Die Anteile dieser Banken befinden sich in Privatbesitz; gleichzeitig handelt es sich bei ihnen aber um sog. government-sponsored enterprises (GSE), für deren Verbindlichkeiten die US-amerikanische Regierung eine implizite Garantie übernommen hat.<sup>194</sup> Im Zuge der Finanzkrise erreichten die Verluste beider Banken ein Ausmaß, das die US-amerikanische Regierung zur Übernahme der Kontrolle über beide Banken in Form eines sog. conservatorship veranlasste. Das conservatorship ist ein Rechtsinstitut, das in der Kontrolle einer Einheit durch eine externe Einheit unter Beibehaltung der Eigentümerstruktur besteht. Im Gegensatz zu einer vollständigen Verstaatlichung soll das conservatorship daher einen temporären Charakter der staatlichen Kontrolle zum Ausdruck bringen. Conservator ist die

---

<sup>184</sup> *U.S. Department of the Treasury, Troubled Assets Relief Program (TARP) – Monthly 105(a) Report – August 2010*, S. 2, abrufbar unter [http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report\\_final\\_9%2010%2010.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report_final_9%2010%2010.pdf).

<sup>185</sup> Vgl. Fn. 163.

<sup>186</sup> *U.S. Department of the Treasury, Troubled Assets Relief Program (TARP) – Monthly 105(a) Report – August 2010*, S. 8, abrufbar unter [http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report\\_final\\_9%2010%2010.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report_final_9%2010%2010.pdf).

<sup>187</sup> *Congressional Budget Office, Report on the Troubled Asset Relief Program – November 2010*, S. 3, abrufbar unter <http://www.cbo.gov/ftpdocs/119xx/doc11980/11-29-TARP.pdf>.

<sup>188</sup> BNA's Banking Report vom 14.9.2010, Nr. 95, S. 399.

<sup>189</sup> Vgl. BNA's Banking Report vom 27.7.2010, Nr. 95, S. 151; *U.S. Department of the Treasury, Troubled Assets Relief Program (TARP) – Monthly 105(a) Report – August 2010*, S. 9, abrufbar unter [http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report\\_final\\_9%2010%2010.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report_final_9%2010%2010.pdf).

<sup>190</sup> *U.S. Department of the Treasury, Troubled Assets Relief Program (TARP) – Monthly 105(a) Report – August 2010*, S. 9, abrufbar unter [http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report\\_final\\_9%2010%2010.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/105CongressionalReports/August%202010%20105%28a%29%20Report_final_9%2010%2010.pdf).

<sup>191</sup> Vgl. BNA's Banking Report vom 30.3.2010, Nr. 94, S. 604.

<sup>192</sup> BNA's Banking Report vom 6.7.2010, Nr. 95, S. 13; BNA's Banking Report vom 27.7.2010, Nr. 95, S. 165.

<sup>193</sup> *Congressional Budget Office, Report on the Troubled Asset Relief Program – November 2010*, S. 4, abrufbar unter <http://www.cbo.gov/ftpdocs/119xx/doc11980/11-29-TARP.pdf>.

<sup>194</sup> Vgl. hierzu und zum Nachfolgenden BNA's Banking Report vom 15.9.2008, Nr. 91, S. 383.

Federal Housing Finance Agency. Bisher haben Fannie Mae und Freddie Mac staatliche Unterstützung in Höhe von 148 Milliarden USD erhalten.<sup>195</sup> Es wird erwartet, dass beide Unternehmen bis Ende 2013 insgesamt mit 238 Milliarden USD, im „worst case“ sogar mit bis 363 Milliarden USD unterstützt werden müssten.<sup>196</sup> Bisher ist kein Konsens vorhanden, ob und in welcher Form beide Unternehmen fortgeführt werden sollen. Ein Gesetzesentwurf der US-amerikanischen Regierung wird für Januar 2011 erwartet.

### II.3.8 Zusammenfassung

Zusammenfassend zeigen die Erfahrungen anderer Länder, dass der Ausstieg der Regierungen aus den Beteiligungen an Banken zum Teil schneller und mit größeren Gewinnen gelungen ist als in Deutschland:

- In Frankreich, den Niederlanden und Belgien wurden den Banken im Rahmen der aktuellen Finanzkrise Kapitalhilfen im Gesamtvolumen von 78,09 Mrd. Euro gewährt. Dabei handelte es sich in den meisten Fällen um Formen von Hybridkapital, in zwei Fällen erwarb der Staat Stammaktien, in einem Fall erfolgte die Verstaatlichung der Bank. Bislang hat es Rückzahlungen im Gesamtvolumen von 23,89 Mrd. Euro gegeben – davon in Frankreich 16,85 Mrd. Euro, in den Niederlanden 7,04 Mrd. Euro, keine hingegen in Belgien. In Belgien konnte der Staat allerdings aus der Umstrukturierung der verstaatlichten Fortis Bank Erlöse erzielen. Frankreich und die Niederlande erzielten bislang leichte Gewinne aus Zinszahlungen und Rückzahlungsprämien.
- Die Schweizer Regierung hatte sich mit 6 Milliarden Franken an der UBS beteiligt und ihre Anteile mittlerweile wieder mit einem Gewinn mit 1,2 Milliarden Franken an institutionelle Anleger verkauft.
- Im Vereinigten Königreich wurden die beiden Hypothekenfinanzierer Northern Rock und Bradford Bingley verstaatlicht und bisher nicht reprivatisiert. Weiterhin erhielten die Royal Bank of Scotland und die Lloyds Banking Group Kapital in Höhe von insgesamt 70 Milliarden Pfund. Bis zu einer Entscheidung über die Aufspaltung der Banken will die britische Regierung ihre Anteile an beiden Banken nicht verkaufen.
- In den Vereinigten Staaten wurde im Rahmen des Capital Purchase Program insgesamt 707 US-amerikanischen Banken Kapital in Höhe von 205 Milliarden USD in Form von Vorzugsaktien (preferred stock) und sog. equity warrants zugeführt. Mittlerweile hat die US-amerikanische Regierung rund 75 % ihrer Mittel wieder zurückerhalten und über gestiegene Aktienkurse deutliche Gewinne erzielt. Eine Lösung für die Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac steht noch aus.

Auf Grund der unterschiedlichen Struktur der Bankensysteme und der letztlich speziellen Einzelfälle ist es schwer, verallgemeinernde Schlussfolgerungen aus den Erfahrungen dieser Länder zu ziehen. Gleichwohl scheinen insbesondere drei Faktoren eine Rolle gespielt zu haben. Erstens ist der Ausstieg in Ländern wie Frankreich und den USA, die ihre Banken zu einer Teilnahme verpflichtet haben, schneller erfolgt. Somit haben auch Banken, die sich vor der Krise in einer guten Marktposition befanden, Kapitalhilfen erhalten und konnten diese entsprechend schneller zurückzahlen. Zweitens ist der Ausstieg tendenziell schneller

---

<sup>195</sup> BNA's Banking Report vom 26.10.2010, Nr. 95, S. 734.

<sup>196</sup> BNA's Banking Report vom 26.10.2010, Nr. 95, S. 734.

gelingen, wenn sich der Staat durch Vorzugs- oder Stammaktien beteiligt hat, die bei günstiger Marktlage relativ schnell veräußert werden konnten. Drittens hat es in allen Ländern Probleme bei der Privatisierung von Immobilienfinanzierern gegeben bzw. generell von Banken, die kein nachhaltig rentables Geschäftsmodell aufweisen konnten.

## Tabelle 2: Übersicht zu den Ausstiegsstrategien in anderen Ländern

Tabelle 2 fasst die wichtigsten Eckpunkte von Stützungsmaßnahmen der Großbanken in ausgewählten Ländern zusammen. Angaben zur Größe der Banken (Größe in Mio. USD), zur Kapitalausstattung (Kernkapital in Mio. USD) und zur Kapitalquote beziehen sich auf das Jahr 2006 und sind der Zeitschrift „The Banker“ entnommen. Angaben zu den Gesamtaktiva der Bankensysteme beziehen sich ebenfalls auf Ende 2006 und sind der Statistik der OECD „Bank Profitability – Financial Statements of Banks“ entnommen. Angaben in nationaler Währung wurden zu folgenden Wechselkursen in USD umgerechnet: USD/EUR (29.12.2006): 1,317; CHF/USD (29.12.2006) 1,2203.

**Belgien** (Gesamtaktiva 2006: 1.107.225,79 Mio. Euro = 1.458.216,36 Mio. USD)

Bank	Größe (Mio. USD, 2006)	Kernkapital (Mio. USD, 2006)	Kapitalquote (%)	Volumen	Form	Geber	Auflagen	Rückzahlung
Dexia	746.402	17.158	2,30 %	2 Mrd. Euro = 2.74 Mrd. USD	Stammaktien	Belgien, Niederlande, Frankreich		bisher keine Ablösung der durch den Staat gehaltenen Stammaktien vorgesehen
				1 Mrd. Euro = 1.37 Mrd. USD = 17,1 %	Stammaktien	institutionelle Anleger		
KBC	428.553	14.820	3,46 %	7 Mrd. Euro = 9.58 Mrd. USD	Hybridkapital, Ausgabe 27.10.2008, 06.02.2009	Belgien, Flandern	Für 2009: Zinszahlungen (8,5 %) und Anrecht auf Dividendenzahlung in Höhe von 120 % der Dividenden auf Stammaktien	Rückkaufpreis 150 % des Emissionspreises
							Ab 2010: 125 % der Dividenden	KBC kann nach drei Jahren Umwandlung in Stammaktien verlangen, Staat kann dann alternativ sofortige Rückzahlung ab 4. Jahr mit 115 % bis zu ab 11. Jahr mit 150 % des Emissionspreises wählen
Ethias Gruppe				1.5 Mrd. Euro = 2.05 Mrd. USD	Vorzugsaktien	Belgien, Flandern, Wallonien		bisher keine Ablösung der durch den Staat gehaltenen Stammaktien vorgesehen
				= 75 %				Anrechte auf Dividenden entsprechen 10 % der investierten Summe

(Tabelle zu Belgien wird fortgesetzt)

Fortsetzung der Tabelle zu **Belgien**:

Bank	Größe (Mio. USD, 2006)	Kernkapital (Mio. USD, 2006)	Kapitalquote (%)	Volumen	Form	Geber	Auflagen	Rückzahlung
Fortis Bank Holding	888.570	22.255	2,50 %	ursprünglich 9.4 Mrd Euro = 12.87 Mrd. USD (99,93 %)	Beteiligung	Belgien, Niederlande, Frankreich		
Fortisbank Belgien				25,06 %	Beteiligung	belgischer Staat		
BNP Paribas	1.896.935	45.305	2,39 %	11 %	Beteiligung	belgischer Staat	Fortis Gruppe ist an Kursgewinnen der BNP Paribas-Aktie beteiligt; Erlöse werden zum Zwecke der Entschädigung an Fortis- Aktionäre weitergereicht	- tauschte 74,94 % der Fortis Bank Belgien gegen 11,6 % der BNP Paribas (Wertsteigerung)
ausgelagertes Portfolio				24 %	Beteiligung	belgischer Staat		- Auslagerung eines Portfolios strukturierter Finanzprodukte (Anteile: Staat 24 %, Fortis Gruppe 66 %, BNP Paribas 10 %; Erlös von 10,4 Mrd. Euro)

**Frankreich** (Gesamtaktiva (2006): 5.114.971,57 Mio. Euro = 6.736.417,56 Mio. USD)

Bank	Größe (Mio. USD, 2006)	Kernkapital (Mio. USD, 2006)	Kapitalquote (%)	Volumen	Form	Geber	Ausgabe	Rückzahlung
BNP Paribas	1.896.935	45.305	2,39 %	2.55 Mrd. Euro	Nachrangige Schuldtitel	SPPE	Dez 08	Mrz 09
				5.1 Mrd. Euro	Vorzugsaktien	SPPE	Mrz 09	Okt 09
Société Générale	1.269.162	29.405	2,33 %	1.7 Mrd. Euro	Nachrangige Schuldtitel	SPPE	Dez 08	Okt 09
				1.7 Mrd. Euro	Vorzugsaktien	SPPE	Mrz 09	Okt 09
Crédit Agricole	1.818.341	84.937	4,67 %	3 Mrd. Euro	Nachrangige Schuldtitel	SPPE	Dez 08	Okt 09
Crédit Mutuel	635.685	29.702	4,69 %	1.2 Mrd. Euro	Nachrangige Schuldtitel	SPPE	Dez 08	Okt 09
BPCE	kA	kA	kA	7.05 Mrd. Euro			Jul 09	Dez 09: 750 Mio. Euro; Mrz 2010 1 Mrd. Euro; Okt 2010 2,4 Mrd. Euro; 29 Mrd. Euro stehen noch aus. Fusion der Banque Fédérale des Banques Populaires und der Caisse National des Caisses d'Epargne zur BPCE
aus Fusion (2009) von:				3 Mrd. Euro	Vorzugsaktien	SPEE		
Banque Fédérale des Banques Populaires (Banker: Groupe Banques Populaires)	402.090	22.257	5,54 %	1,1 Mrd. Euro	nachrangige Schuldtitel	SPPE	Dez 08	
Caisse National des Caisses d'Epargne (Banker: Groupe Caisee d'Epargne)	710.801	24.159	3,40 %	1 Mrd. Euro	nachrangige Schuldtitel	SPPE	Mrz 09	
				0.95 Mrd. Euro	nachrangige Schuldtitel	SPPE	Dez 08	
				1 Mrd. Euro	nachrangige Schuldtitel	SPPE	Mrz 09	
Dexia	746.402	17.158	2,30 %	3 Mrd. Euro	Stammaktien	SPPE		
				= 17,1 %				

**Niederlande** (Gesamtaktiva (2006): 2.934.611,04 Mio. Euro = 3.864.882,73 Mio. USD)

Bank	Größe (Mio. USD, 2006)	Kernkapital (Mio. USD, 2006)	Kapitalquote (%)	Volumen	Form	Geber	Rückzahlung
Fortis Gruppe davon:	888.570	22.255	2,50 %	16.8 Mrd. Euro		Niederlande	
Fortis Bank Niederlande				100 %		Niederlande	
Fortis Versicherungen Niederlande				100 %		Niederlande	Verkauf für 350 Mio. Euro an Amlin
ABN Amro- Holding	1.299.966	31.239	2,40 %	Anteile der Fortis Gruppe an ABN Amro-Holding		Niederlande	Herauslösung der ABN Amro Niederland
ABN Amro Niederlande				6.89 Mrd. Euro	Kapitalhilfe	Niederlande	Privatisierung für 2013 bis 2015 erwartet
ING	1.178.697	33.958	2,88 %	10 Mrd. Euro	unbefristete Hybridanleihen		Dez 09: Ablösung von knapp 50 % zum Preis von 5,606 Mrd. Euro, davon Zinsen 259 Mio. Euro, Rückzahlungsprämie 347 Mio. Euro Zinszahlungen 8,5 % jährlich weiteres Vorgehen unklar Dividendenzahlungen 110 % (2009), 120 % (2010), 125 % (2011) Dez 09: Ablösung von knapp 25 % zum Preis von 185 Mio. Euro Dividendenzahlungen 110 % (2009), 120 % (2010), 125 % (2011)
SNS Reaal	105,020 *	6,405 **	6.10 % ***	750 Mio. Euro	unbefristete Hybridanleihen		Nov 09: Ablösung von 1 Mrd. Euro Okt 10: Ablösung von 500 Mio. Euro (Prämien und Zinszahlungen insgesamt 216 Mio. Euro) komplette Tilgung bis Juni 2011 geplant Dividendenzahlungen 110 % (2009), 120 % (2010), 125 % (2011)
Aegon	414,609 *	29,834 **	7.20 % ***	3 Mrd. Euro	unbefristete Hybridanleihen		Nov 09: Ablösung von 1 Mrd. Euro Okt 10: Ablösung von 500 Mio. Euro (Prämien und Zinszahlungen insgesamt 216 Mio. Euro) komplette Tilgung bis Juni 2011 geplant Dividendenzahlungen 110 % (2009), 120 % (2010), 125 % (2011)

Aegon: \* aus Geschäftsbericht: 314,813 Mio. Euro; \*\* Group Equity: 22,653 Mio. Euro; \*\*\* Total Capital Base / Total Assets

SNS Reaal: \* aus Geschäftsbericht: 79,742 Mio. Euro; \*\* Capital Base: 4,864 Mio. Euro; \*\*\* Capital Base / Total Assets; z.Vgl.: Kennziffer (Tier 1 Ratio) aus Geschäftsbericht: 8.2 %

**Schweiz** (Gesamtaktiva (2006): 2.981.901 Mio. CHF =2.443.580 Mio. USD)

Bank	Größe (Mio. USD, 2006)	Kernkapital (Mio. USD, 2006)	Kapitalquote (%)	Volumen	Form	Geber	Auflagen	Ausgabe	Rückzahlung
<b>UBS</b>	1.963.870	33.212	1,69 %	6 Mrd. CHF	Pflichtwandelanleihe	Schweiz	Umwandlung erfolgt, Recht des Staates auf Investorengespräche und Überwachung des Risikomanagements		August 2009: Verkauf des gesamten Aktienpaketes (332,2 Mio. Aktien) an institutionelle Anleger Gesamterlös aus Verkauf: 7,2 Mrd. CHF Gewinn: 1,2 Mrd. CHF (30 % Rendite)
				= 9 %					

## Vereinigtes Königreich

Bank	Größe (Mio. USD, 2006)	Kernkapital (Mio. USD, 2006)	Kapitalquote (%)	Volumen	Form	Geber	Ausgabe	Rückzahlung	weitere Maßnahmen
Holding Co aus Verschmelzung von Northern Rock (Asset Management) plc. und Bradford & Bingley in 2010									
Northern Rock	198.293	5.123	2,58 %	26.9 Mrd. Pfund = 53.8 Mio. USD	Übernahme des Hypothekengeschäfts	UK Financial Investments Ltd.	Feb 08	überwiegender Teil bereits zurückgezahlt; Rest bis Ende 2010	
Northern Rock plc.								Reprivatisierung oder Umwandlung in Genossenschaft (cooperative) oder genossenschaftsähnliche Organisation (mutual)	weiterhin werbendes Unternehmen
Bradford & Bingley	89.035	3.033	3,41 %				Sep 08		Bad Bank zur Abwicklung der Verbindlichkeiten
Royal Bank of Scotland	1.710.703	58.973	3,45 %	20 Mrd. Pfund = 40 Mrd. USD	Vorzugsaktien	UK Financial Investments Ltd.	Okt 08	Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien im Jan 2009	EC: RBS muss Bilanzsumme um 26 % verringern
				= 70 %	Stammaktien	UK Financial Investments Ltd.	Jan 09	nicht vor Mitte/Ende 2011	dazu: Verkauf selbstständig operierender Tochterfirmen
				25.5 Mrd. Pfund = 51.0 Mrd. USD	= 83 % der Anteile = 68 % der Stimmrechte	UK Financial Investments Ltd.	Feb 09		Zinszahlungen wurden von 12 % auf 5 % gesenkt
Lloyds Banking Group	674.515	25.183	3,73 %	17 Mrd. Pfund = 14 Mrd. USD		UK Financial Investments Ltd.	Okt 08	nicht vor Mitte/Ende 2011	EC: Lloyds muss Bilanzsumme um 20 % verringern
				= 43 %	Stammaktien				dazu: Verkauf selbstständig operierender Tochterfirmen
				4 Mrd. Pfund (8 Mrd. USD)	Vorzugsaktien			Rückzahlung durch Emissionserlöse von Jun 09	Zinszahlungen wurden von 12 % auf 5 % gesenkt
					Emission von Aktien		Dez 09		

USA (Gesamtaktiva 2006: 12.048.248 Mio. USD)

Bank	Größe (Mio. USD, 2006)	Kernkapital (Mio. USD, 2006)	Kapitalquote (%)	Volumen	Form	Geber	Rückzahlung
Goldman Sachs Group Inc.	kA	kA	kA			TARP	vollständig
Morgan Stanley	kA	kA	kA			TARP	vollständig
J.P. Morgan Chase & Co.	1.351.520	81.055	6,00 %			TARP	vollständig
Bank of America Corp.	1.459.737	91.065	6,24 %			TARP	vollständig
Wells Fargo & Co.	481.996	36.808	7,64 %			TARP	vollständig
Citigroup	1.882.556	90.899	4,83 %	7,7 Mrd. Aktien = 27 % davon 4,1 Mrd. Aktien 1,7 Mrd. Aktien 1,9 Mrd. Aktien = 7 %	Stammaktien	TARP	auf freiem Markt verkauft zur Zeit auf Markt gebracht Veräußerung bis Ende 2010 geplant
Fannie Mae	843,936 *	41,950 **	5.06 % ***	bisher: 148 Mrd. USD, bis 2013: 238 Mrd. USD, worst case: 363 Mrd. USD	conservatorship	Federal Housing Finance Agency	
Freddie Mac	804,910 *	35,365 **	4.56 % ***		conservatorship	Federal Housing Finance Agency	

\* aus Geschäftsbericht, \*\* Kernkapital als Proxy, siehe Geschäftsbericht, \*\*\* Total Capital / Total Assets

### II.3.9 Nachweise

- Anderson, Richard G./Mullineux, Andrew W.*, British Banking in Crisis, Economic Synopses 2009, S. 1-2.
- Bank for International Settlements*, An Assessment of Financial Sector Rescue Programmes, BIS Papers, Basel Juli 2009.
- BBC News, „At-a-glance: Lib Dem general election 2010 manifesto“, [http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk\\_news/politics/election\\_2010/8619630.stm](http://news.bbc.co.uk/2/hi/uk_news/politics/election_2010/8619630.stm). (Stand: 14.4.2010).
- BNA's Banking Report vom 15.9.2008, Nr. 91, S. 383.
- BNA's Banking Report vom 30.3.2010, Nr. 94, S. 604.
- BNA's Banking Report vom 6.7.2010, Nr. 95, S. 13.
- BNA's Banking Report vom 27.7.2010, Nr. 95, S. 151.
- BNA's Banking Report vom 14.9.2010, Nr. 95, S. 399.
- BNA's Banking Report vom 26.10.2010, Nr. 95, S. 734.
- Congressional Budget Office*, Report on the Troubled Asset Relief Program – November 2010, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/119xx/doc11980/11-29-TARP.pdf>.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)* vom 29.12.2010, Nr. 303, S. 13, „Spanien/Schweiz: Sparkassen und die UBS“.
- Federal Reserve Bank of New York*, International Responses to the Crisis Timeline, [http://www.ny.frb.org/research/global\\_economy/IRCTimelinePublic.pdf](http://www.ny.frb.org/research/global_economy/IRCTimelinePublic.pdf). (Stand: Juni 2010).
- HM Treasury* vom 3.11.2008, New company to manage Government's shareholding in banks, [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/press\\_114\\_08.htm](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/press_114_08.htm).
- Metzler, Marco*, Bund verkauft UBS-Paket für 16.50 Franken pro Aktie, NZZ Online vom 20.8.2009, [http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/332\\_millionen\\_ubs-aktien-auf\\_der\\_suche\\_nach\\_neuen\\_besitzer\\_1.3377646.html](http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/332_millionen_ubs-aktien-auf_der_suche_nach_neuen_besitzer_1.3377646.html).
- New York Times* vom 14.10.2008, „Beneficiary Banks“, <http://www.nytimes.com/imagepages/2008/10/14/business/14bailout.graphic2.html>.
- Petrovic, Ana/Tutsch, Ralf*, National Rescue Measures in Response to the Current Financial Crisis, ECB Legal Paper 8, Frankfurt a.M. Juli 2009.
- Porter, Andrew*, General Election 2010: Northern Rock customers to get shares, The Telegraph vom 12.4.2010, <http://www.telegraph.co.uk/news/election-2010/7579473/-General-Election-2010-Northern-Rock-customers-to-get-shares.html>.
- Reuters* vom 29.9.2010, „Britain nationalises Bradford & Bingley“, <http://www.reuters.com/article/idUSBINGLEY20080929>.
- Schulz, Bettina*, Großbritannien: Keine großen Verluste in Sicht, FAZ vom 29.12.2010, Nr. 303, S. 13.
- Spiegel Online vom 20.8.2009, „Schweiz verkauft UBS-Anteile“.
- Stolz, Stéphanie M./Wedow, Michael*, Extraordinary Measures in Extraordinary Times, Public Measures in Support of the Financial Sector in the EU and the United States, European Central Bank, ECB Occasional Paper 117, Frankfurt a.M. Juli 2010.
- UK Financial Investments Ltd.*, Annual Report and Accounts 2009/10, <http://www.ukfi.co.uk/releases/UKFI%20Annual%20Report%20AW%20rev%20interactive.pdf>.
- U.S. Department of the Treasury*, Factsheet on Capital Purchase Program, <http://www.financialstability.gov/roadtostability/CPFactsheet.htm>.
- U.S. Department of the Treasury*, Troubled Assets Relief Program (TARP) – Monthly 105(a) Report – August 2010, [http://www.financialstability.gov/docs/105Congressional-Reports/August%202010%20105%28a%29%20Report\\_final\\_9%2010%2010.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/105Congressional-Reports/August%202010%20105%28a%29%20Report_final_9%2010%2010.pdf).

### **III. Grundsätzliche volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Erwägungen**

#### **III.1 Allgemeine Vorbemerkung**

Mit der Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2009 haben Regierung und Parlament einen erheblichen Beitrag zur Bekämpfung der akuten Finanzkrise geleistet. Die durch die Insolvenz der amerikanischen Bank Lehman Brothers ausgelöste Panik betraf auch die deutschen Banken. Ein Zusammenbruch dieser Banken hätte einen wichtigen Teil der Finanzinfrastruktur des Landes zerstört und den Rest der Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. Wie groß die Gefahr war, zeigt der Einbruch des internationalen Handels mit Gütern und Dienstleistungen im vierten Quartal 2008. Dieser ging zu guten Teilen auf die Beeinträchtigungen des internationalen Zahlungsverkehrs zurück, die ihrerseits durch den Vertrauensverlust im Verhältnis der Banken untereinander verursacht wurden. Das Eintreten des Steuerzahlers für die betroffenen Banken hat diese Panik beendet und die weiteren Rückwirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft eingegrenzt.

Es ist aber vor der Vorstellung zu warnen, die Probleme, die ein Eingreifen des Bundes erforderlich machten, seien nur der internationalen Finanzkrise – oder gar nur der Panik nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers – zuzuschreiben. Vom Zusammenbruch der Märkte für Hypothekenverbriefungen in den USA und der dadurch verursachten internationalen Finanzkrise 2007/2008 waren deutsche Banken in besonderem Maße betroffen, deutlich stärker als die Banken der anderen kontinentaleuropäischen Flächenstaaten. Die Ursachen dafür sind in verschiedenen im Folgenden näher erläuterten Strukturproblemen des deutschen Banksystems zu sehen.

Beim Nachdenken über Ausstiegsstrategien sind auch diese Strukturprobleme zu berücksichtigen. Ansonsten bestände das Risiko, dass es auf mittlere Sicht wieder zu Fehlentwicklungen kommt, die Rettungsaktionen des Bundes mit Mitteln der Steuerzahler erfordern. Mit der Verabschiedung des Restrukturierungsgesetzes verbinden Regierung und Parlament zwar die Hoffnung, dass Rettungsaktionen für Banken in Zukunft aus dem neu eingerichteten Restrukturierungsfonds finanziert werden. In einer Systemkrise dürfte diese Hoffnung sich aber als trügerisch erweisen. Umso mehr gilt es, dafür zu sorgen, dass es nicht wieder zu einer Systemkrise kommt. Dazu sind Anpassungen von Rahmenbedingungen und Marktstrukturen erforderlich. Die zu verfolgende Ausstiegsstrategie sollte zu dieser Anpassung beitragen, darf ihr jedenfalls nicht entgegenwirken.

#### **III.2 Strukturprobleme des deutschen Banksystems**

##### **III.2.1 Fragmentierung, Wettbewerb und Margenerosion**

Im Unterschied zu anderen europäischen Banksystemen ist das deutsche Banksystem hoch fragmentiert. Im historisch gewachsenen Drei-Säulen-System gibt es eine klare Trennung zwischen privaten Banken, öffentlichen Banken und Genossenschaftsbanken, innerhalb des öffentlichen Banksektors dann weiter die Trennung zwischen Sparkassen und Landesbanken.<sup>197</sup>

Die verschiedenen Bankengruppen weisen unterschiedliche Geschäftsschwerpunkte auf. Das Retail-Geschäft mit den Einlegern wird traditionell von den Sparkassen und, zu einem

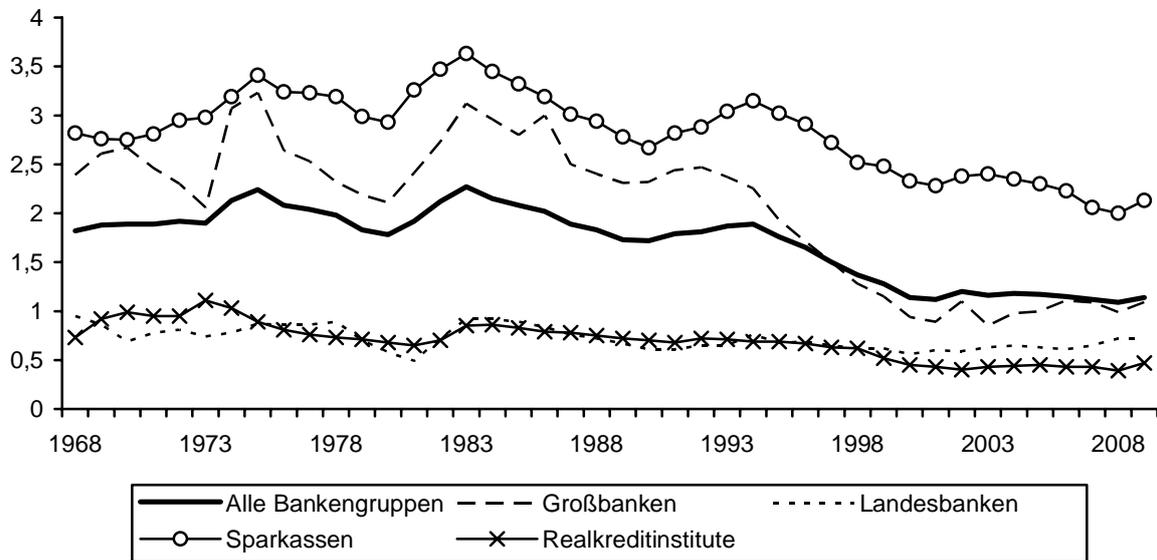
---

<sup>197</sup> Zu Struktur und Entwicklung des deutschen Finanzsystems vgl. *Hackethal*, in: *Krahen/Schmidt*, German Financial System, S. 71, 72 ff.; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern – Stabilität erhöhen, S. 83 ff.

geringeren Teil, von den Genossenschaftsbanken beherrscht. Beiden Gruppen bietet dieses Geschäft eine verlässliche, wenn auch etwas langweilige Quelle von Gewinnen. Ähnliches gilt für das Retail-Kreditgeschäft vor Ort. Die privaten Großbanken haben es demgegenüber weniger gut verstanden, in diesen Teilen des Marktes eine gewinnträchtige Position zu erringen; im Fall der Landesbanken stand dies aufgrund der gesetzten Regeln auch gar nicht zur Diskussion.

Für die privaten Großbanken lag bis in die neunziger Jahre eine verlässliche Quelle von Gewinnen im Bereich des Wholesale Banking und des Investment Banking, der Industriekredite und der Dienstleistungen, insbesondere für Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Diese Spezialisierung war unproblematisch, solange sich dabei verlässliche Margen erzielen ließen. Jedoch sind die Margen im Wholesale-Bereich deutlich geschrumpft, seit in den neunziger Jahren die Wettbewerbsintensität in diesem Bereich drastisch zugenommen hat.<sup>198</sup> Die Zunahme der Wettbewerbsintensität erklärt sich zum einen aus regulatorischen Änderungen, zum anderen aus Innovationen, etwa in den Bereichen Informationsverarbeitung, Kommunikation und Risikomanagement, durch die die Kapazitäten der verschiedenen Institute drastisch stiegen.<sup>199</sup> Ähnliche Entwicklungen haben auch in anderen Ländern die Intensität des Wettbewerbs im Finanzsektor steigen und die Margen schrumpfen lassen. In Deutschland waren die Wirkungen besonders ausgeprägt, da aufgrund des Drei-Säulen-Systems die Wettbewerbsintensität schon vorher höher war als in anderen Ländern.<sup>200</sup>

**Graphik 1: Saldo der Zinserträge und -aufwendungen = Zinsüberschuss (in % der durchschnittlichen Bilanzsumme)**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute, September 2010; eigene Darstellung

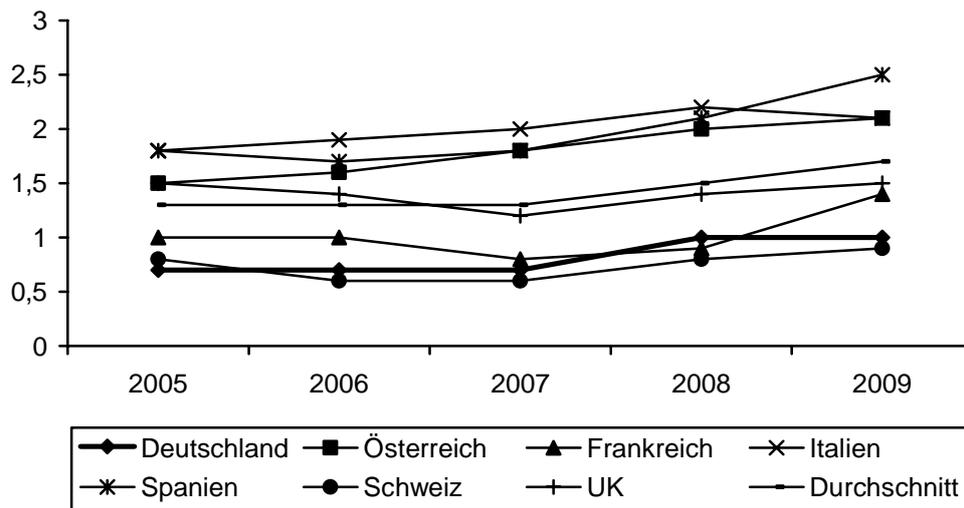
<sup>198</sup> Zur Entwicklung in Deutschland vgl. *Hackethal* (Fn. 197), 88 f.; *Fischer/Pfeil*, Regulation and Competition, in: *Krahen/Schmidt*, German Financial System, S. 291, 316 ff., 322 f.; *Sachverständigenrat* (Fn. 197), 102 ff.

<sup>199</sup> Vgl. *Hellwig*, Perspektiven der Wirtschaftspolitik 2000, S. 337, 348 f.

<sup>200</sup> Zum Vergleich der Margen in Deutschland und anderen Ländern siehe *Hackethal* (Fn. 197), 88 f.; *Sachverständigenrat* (Fn. 197), 102 ff.

Margenerosion und Wettbewerbsintensivierung werden in Graphik 1 veranschaulicht. Graphik 1 belegt den Rückgang der Zinsmargen seit Ende der achtziger Jahre. Lagen die Nettozinsenerträge für das Banksystem insgesamt im Durchschnitt der Jahre von 1968 bis 1995 bei 1,9 % der Bilanzsumme, so liegen sie im Durchschnitt der Jahre 1996 bis 2009 nur noch bei 1,23 %. Die folgende Graphik 2 zeigt, dass diese Margen im europäischen Vergleich am unteren Rande des Spektrums liegen.

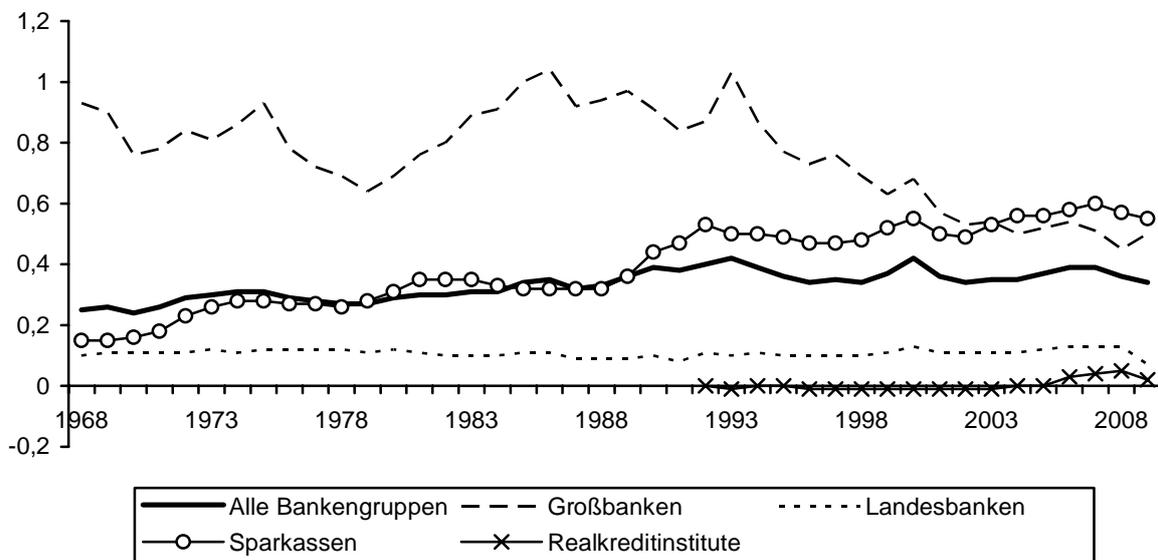
**Graphik 2: Nettozinsspanne in % der Gesamtaktiva im europäischen Vergleich**



Quelle: Moody's Investors Service, Germany – Banking System Outlook, 14. Oktober 2010, Graphik 16; eigene Darstellung

Graphik 1 belegt auch die Unterschiede und die unterschiedlichen Betroffenheiten der verschiedenen Bankengruppen. Bei den Sparkassen waren die Zinsmargen traditionell bemerkenswert hoch und sind auch vergleichsweise wenig gefallen. Bei Landesbanken und Realkreditinstituten waren die Zinsmargen schon immer sehr niedrig. Bei den Großbanken lagen die Zinsmargen bis zu Beginn der neunziger Jahre knapp unter den Zinsmargen der Sparkassen und sind danach deutlich gesunken. Die Absenkung geht teilweise auf Verschiebungen in den Bilanzen zurück, teilweise aber auch auf die Intensivierung des Wettbewerbs im Wholesale-Bereich.

**Graphik 3: Saldo der Provisionserträge und -aufwendungen = Provisionsüberschuss (in % der durchschnittlichen Bilanzsumme)**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute, September 2010; eigene Darstellung

Margenschwäche und Margenerosion werden auch nicht durch zusätzliche Erträge im anderen Geschäftsbereichen, etwa Investment Banking und Verbriefungsgeschäft, kompensiert. Auch hier ist der Wettbewerb sehr intensiv. Investment Banking kann sehr profitabel sein, es erfordert aber erhebliche Investitionen in Informationssysteme und Mitarbeiter und es ist auch sehr volatil. Aus Graphik 3 wird deutlich, dass Landesbanken und Realkreditinstitute auch bei den Provisionsüberschüssen schon immer deutlich hinter den anderen Banken lagen. Bei den Großbanken ist der Saldo der Provisionserträge und –aufwendungen in Relation zur Bilanzsumme seit Anfang der neunziger Jahre ähnlich deutlich zurückgegangen wie der Saldo der Zinserträge und Zinsaufwendungen. In diesem Bereich haben allerdings die Sparkassen deutlich zugelegt. Ob bzw. inwiefern diese Entwicklungen miteinander zusammenhängen (Eindringen der Sparkassen in Geschäftsfelder der Großbanken) oder aber getrennt zu sehen sind, ist nicht unmittelbar auszumachen, ist aber auch für die Beurteilung der Entwicklung nicht wichtig. Wichtig ist der durch alle Graphiken belegte Befund, dass der intensive Wettbewerb im deutschen Banksektor die Margen drückt und dies verstärkt seit den neunziger Jahren. Der mit der Übernahme durch die Commerzbank erfolgte Marktaustritt der Dresdner Bank ist auch eine Folge dieser Entwicklung.

Besonders ausgeprägt sind die Probleme bei Landesbanken und Realkreditinstituten. In der Margenschwäche der Landesbanken spiegelt sich der Umstand, dass sie erst spät in den Markt eintraten, zu einem Zeitpunkt, als die klassischen Bereiche des Bankgeschäfts von anderen schon besetzt waren, und dass sie es nicht verstanden haben, die dadurch begründeten Wettbewerbsnachteile durch besondere Leistungen auszugleichen. Nicht einmal der Refinanzierungsvorteil aus Anstaltslast und Gewährträgerhaftung hat dazu ausgereicht. Spätestens seit dem Wegfall dieser traditionellen Staatsgarantien steht daher bei ihnen die Frage nach dem Geschäftsmodell bzw. der Fähigkeit zum wirtschaftlichen Überleben im Raum.

Auch bei den Realkreditinstituten waren die Margen schon immer gering. In diesem zumindest bei der privaten Immobilienfinanzierung risikoarmen Bereich ist die auch früher schon hohe Wettbewerbsintensität durch das Pfandbriefgesetz von 2005 noch gesteigert worden.

### III.2.2 Erhöhung der Risiken als Reaktion

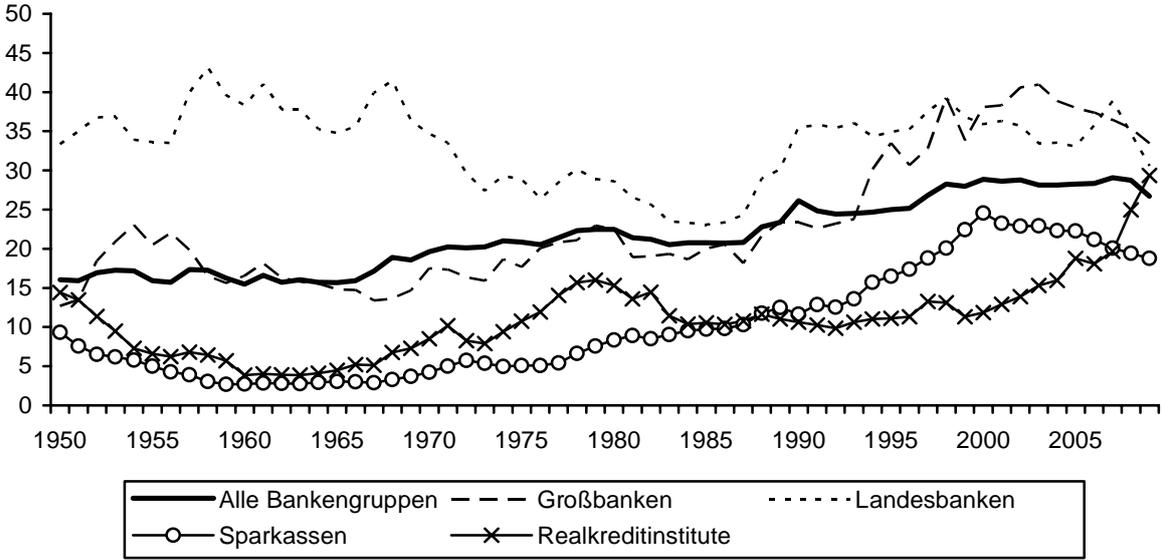
Margenschwäche und Margenerosion werden allerdings in den Graphiken 1 und 2 noch untertrieben. Die Intensivierung des Wettbewerbs hat etliche Institute veranlasst, noch mehr ins Risiko zu gehen, unter anderen durch Expansion des Kreditersatzgeschäfts. Dabei ist auch das Ausmaß der Fristentransformation und der Liquiditätstransformation deutlich erhöht worden. Mittel- und langfristige Anlagen, etwa im Bereich Asset-Backed-Finance, wurden in immer stärkerem Maße kurzfristig refinanziert, insbesondere über Repo-Kredite in den Wholesale-Märkten. Bei normalem Verlauf der Ertragskurve, mit langfristigen Zinssätzen oberhalb der kurzfristigen Zinssätze, erhöht die zusätzliche Fristentransformation die Zinsmargen; auch die zusätzlichen Risikoprämien und Liquiditätsprämien hätten diese Wirkung. Würde man Graphik 1 um diesen Effekt bereinigen, so träte die Margenerosion noch deutlicher in Erscheinung.<sup>201</sup>

Die Veränderung in den Refinanzierungsstrategien wird ansatzweise durch Graphik 4 verdeutlicht. In Termineinlagen von Banken sind die Verbindlichkeiten aus Repo-Krediten enthalten. Diese machten Ende 2009 folgende Anteile an den gesamten Termineinlagen aus: 10,19 % (alle Banken), 13,59 % (Großbanken), 12,38 % (Landesbanken), 0,73 % (Sparkassen), 28,31 % (Realkreditinstitute). Die Graphik veranschaulicht für alle Bankengruppen die wachsende Bedeutung der Sicht- und Termineinlagen von Banken relativ zu den achtziger Jahren. Bei den Landesbanken erfolgt ein Einbruch mit der Finanzkrise, bei den Großbanken gibt es schon früher einen Rückgang.

---

<sup>201</sup> Allerdings waren die dadurch zu erzielenden zusätzlichen Margen, gerade im Bereich Asset-Backed-Finance, im Vorfeld der Finanzkrise sehr klein und standen in keinem angemessenen Verhältnis zu den damit verbundenen Risiken. *Acharya et al.*, *Securitization without Risk Transfer*, schätzen die Marge auf 10 – 30 Basispunkte.

**Graphik 4: Sicht- und Termineinlagen von Banken (in % der Bilanzsumme)**



Quelle: Deutsche Bundesbank, Zeitreihenservice; eigene Darstellung

Eine Strategie der Erhöhung der Risiken als Reaktion auf Wettbewerbsintensivierung und Margenerosion ist auch im Aktivgeschäft auszumachen, etwa bei der Fokussierung etlicher Institute auf US-amerikanische Verbriefungen. Auch die Erhöhung des Anteils der Gewerbeimmobilien bei der Immobilienfinanzierung ist in diesem Zusammenhang zu sehen. Bei Gewerbeimmobilien sind die Risiken größer und daher auch die Zinsmargen im Durchschnitt höher. Auch dieser Effekt lässt die Margenerosion in Graphik 1 als geringer erscheinen, als sie bei gleich bleibender Anlagepolitik gewesen wäre.

Die hier angesprochene Bereinigung der Margenentwicklung um die Auswirkungen der Veränderungen in den Risikostrategien der Banken ließe sich teilweise vornehmen, wenn man die erzielten Margen in Beziehung setzte zu den risikogewichteten Anlagen (RWA) der Banken.<sup>202</sup> Die dafür erforderlichen Zahlen stehen dem Expertenrat nicht über den hier betrachteten längeren Zeitraum zur Verfügung. Für die jüngere Vergangenheit zeigt Graphik 5, dass die Erträge der Banken vor Rückstellungen in Relation zu den risikogewichteten Anlagen in den Jahren 2005 – 2009 konsistent um 0,5 bis 1 Prozentpunkt unter dem Durchschnitt der Banken der betrachteten europäischen Länder lagen.<sup>203</sup> Bei diesen zumindest ansatzweise risikobereinigten Größen ist der Abstand zu anderen europäischen Ländern noch deutlich größer als bei den einfachen Zinsmargen.<sup>204</sup>

---

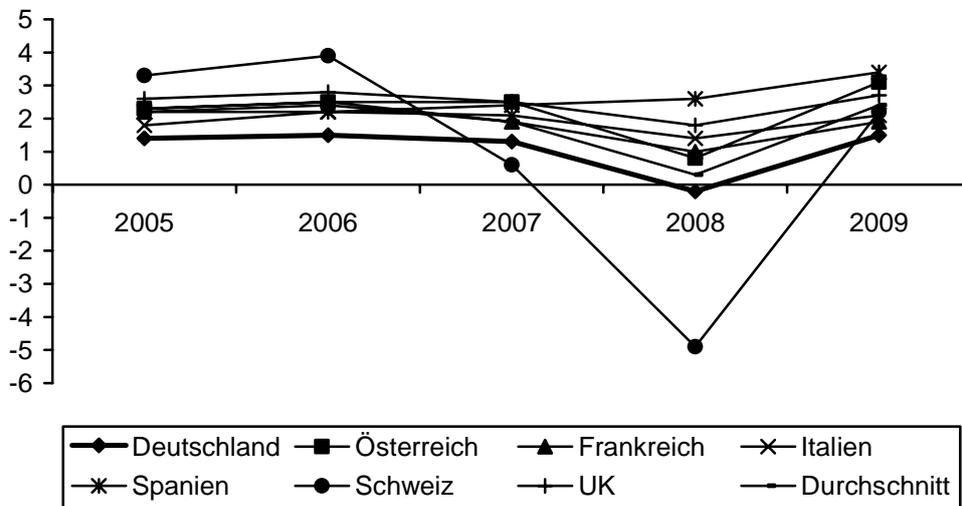
<sup>202</sup> „Teilweise“ deshalb, weil viele Risiken bei der von den Banken selbst vorgenommenen Risikogewichtung ein Risikogewicht von Null bekommen, darunter auch solche, die groß genug waren, um in der Krise eine Insolvenz zu verursachen.

<sup>203</sup> Neben Deutschland noch Österreich, Frankreich, Italien, Spanien, die Schweiz, das Vereinigte Königreich. Dabei lagen nur die Schweizer Banken in der Krise 2007 und 2008 unter den deutschen. Abgesehen vom Krisenjahr 2008 lagen die von Moody's angegebenen Erträge für Deutschland jeweils zwischen 1 % und 1,5 % der RWA, für den Durchschnitt aller Länder jeweils zwischen 2 % und 2,5 % pro Jahr. In Relation zur Bilanzsumme liegen die Erträge deutscher Banken vor Steuern seit den neunziger Jahren zwischen 0 % und 0,5 % pro Jahr (außer 2008).

<sup>204</sup> Dabei lagen nur die Schweizer Banken in der Krise 2007 und 2008 unter den deutschen. Vor der Krise lagen die Schweizer Banken allerdings an der Spitze, mit Erträgen relativ zu RWA, die mehr als doppelt so hoch waren wie bei deutschen Banken.

## Graphik 5: Nettoeinkommen vor Rückstellungen in Prozent der Risikoaktiva

(Pre-provision Income % Risk Weighted Assets)



Quelle: Moody's Investors Service, Germany – Banking System Outlook, 14. Oktober 2010, Graphik 14; eigene Darstellung

### III.2.3 Immobilienbanken als Beispiel

Die vorstehenden Bemerkungen betreffen insbesondere den Bereich der Immobilien- und Staatsfinanzierung. Zwar steht hier mit dem Pfandbrief ein günstiges fristenkongruentes Instrument zur Refinanzierung zur Verfügung. Jedoch entsteht durch das Erfordernis der Überdeckung des Pfandbriefs ein zusätzlicher Bedarf an ungesicherter Refinanzierung. Bei intensivem Wettbewerb ist man geneigt, diese Refinanzierung nicht fristenkongruent vorzunehmen, sondern Instrumente zu verwenden, deren Laufzeiten eher am kurzen Ende des Fristenspektrums liegen. Das gilt insbesondere für Institute mit eigenem Einlagengeschäft. Einlagenfinanzierung ist insofern billig, als nur kurzfristige Zinssätze zu bezahlen sind; die durchschnittliche faktische Bindungsdauer der Einleger an die Bank ist dabei deutlich länger, so dass die mit der Fristentransformation verbundenen Risiken weniger stark ins Gewicht fallen. Für Institute, die kein eigenes Einlagengeschäft haben, wie etwa HRE, ergibt sich dann das Problem, wie man im Wettbewerb mithalten soll. Die Art der Fristentransformation, die diesen Instituten zur Verfügung steht, mit kurzfristiger Refinanzierung über Repo- und andere Wholesale-Märkte, ist mit hohen Refinanzierungsrisiken verbunden, soweit keine Absicherungsgeschäfte betrieben werden, und mit den damit einhergehenden Zinsänderungsrisiken. Die Akquisition der DEPFA Bank plc durch HRE und die bei der DEPFA Bank plc zum Tragen gekommenen Risiken sind ein warnendes Beispiel.

Zwei der vier in diesem Bericht zu erörternden Institute, nämlich HRE und Aareal Bank, sind auf Immobilien spezialisiert sind; die beiden anderen, Commerzbank und WestLB, haben mit Eurohypo und WestImmo schwergewichtige Immobiliertöchter. Von der Krise der Interbankenmärkte nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers waren diese Institute besonders betroffen und daher zur Stützung ihrer Refinanzierung besonders auf staatliche Unterstützung angewiesen.

Die Immobilienbanken haben auch versucht, die Folgen der Margenerosion durch eine Expansion des Geschäftsvolumens auszugleichen, auch durch eine Expansion ins Ausland. In vielen europäischen Ländern sind neben den heimischen „Champions“ die großen deutschen Immobilienbanken wie HRE, Eurohypo oder WestImmo die wichtigsten Marktteilnehmer. Bei den großen Immobilienfinanzierern anderer Länder sind Auslandsexpansionen in diesem Ausmaß nicht zu beobachten.

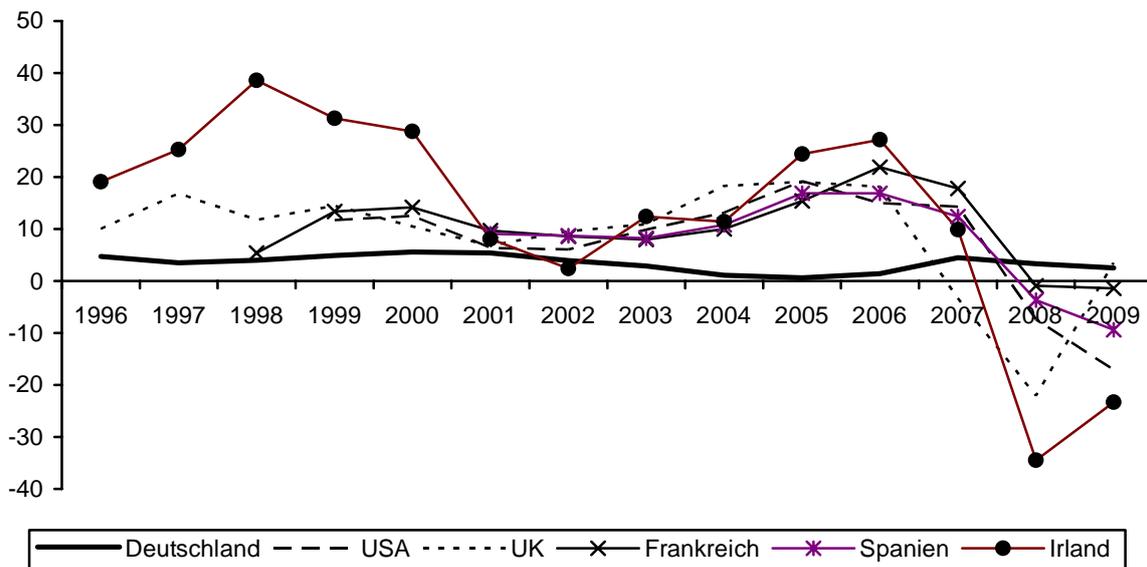
Die Auslandsexpansion deutscher Immobilienbanken wäre positiv zu beurteilen, wenn sie auf der besonderen Kompetenz und Wettbewerbsfähigkeit dieser Banken beruhte. Jedoch spielen auch Wettbewerbsverzerrungen eine Rolle; im Übrigen ist auch die Erhöhung der Volumina als Risikostrategie einzuordnen. Diversifizierung der Länderrisiken scheint jedenfalls keine besondere Rolle zu spielen.

Wettbewerbsverzerrungen entstehen insbesondere durch staatliche Garantien. Das Instrument des Pfandbriefs war nicht nur deshalb so erfolgreich, weil es materiell so gut ausgestattet ist, sondern auch deshalb, weil bei den Marktteilnehmern eine gewisse Erwartung besteht, dass der Staat dieses Instrument besonders schützt; in der Krise war ja auch Furcht vor den Rückwirkungen einer HRE-Insolvenz auf den Pfandbriefmarkt ein Hauptgrund für die Einschätzung, dass HRE „systemrelevant“ sei und vor der Insolvenz bewahrt werden müsse. Zu dieser von den Marktteilnehmern erwarteten impliziten staatlichen Garantie des Pfandbriefs kamen die expliziten Garantien für die Landesbanken aufgrund von Gewährträgerhaftung und Anstaltslast hinzu. Diese Garantien haben den Zugang der Landesbanken zu Finanzmitteln deutlich verbilligt, wenn nicht gar überhaupt erst ermöglicht; mit diesen Finanzmitteln sorgten sie auch für das im Hinblick auf die Überdeckung des Pfandbriefs erforderliche ungesicherte Funding der Immobilientöchter.

Die durch solche Garantien ermöglichten Wettbewerbserfolge sind überaus kritisch zu sehen. Die Risiken der Expansionsstrategien fallen letztlich auf den Steuerzahler als Garanten zurück. Aus volkswirtschaftlicher Sicht gibt es aber keinen Grund dafür, dass der Steuerzahler für die Risiken privatwirtschaftlicher Tätigkeit deutscher Banken, insbesondere auch im Ausland, eintreten sollte.

In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Wettbewerbsintensität bei der Immobilienfinanzierung auch in anderen Ländern sehr hoch ist, nicht zuletzt aufgrund des Engagements deutscher Institute, und dass die Immobilienfinanzierung sich in einigen europäischen Ländern als sehr riskant erwiesen hat. Graphik 6 gibt einen Überblick über die Entwicklung der Nettorenditen in den Immobilienmärkten verschiedener Länder, gemessen als Überschuss der Wachstumsraten der Immobilienwerte über die Kapitalkosten. Während die Rendite in Deutschland durchweg nahe bei Null lag und auch seit Mitte der neunziger Jahre keine wesentlichen Ausschläge nach oben oder unten aufweist, gab es in anderen Ländern vor 2008 deutliche Ausschläge nach oben und dann einen Kollaps in der Krise. Inwiefern das Engagement deutscher Banken jeweils zu den Immobilienblasen im Vorfeld der Krise beigetragen hat, sei dahingestellt. Jedoch betrifft das Zerplatzen der Immobilienblasen auch die dort engagierten deutschen Immobilienbanken. Die Folgen treffen den deutschen Steuerzahler, zumindest soweit sie die Kräfte dieser Banken übersteigen.

**Graphik 6: Entwicklungen auf den Immobilienmärkten in Deutschland und ausgewählten Ländern (Nettorendite in % p.a.)**



Nettorendite: “Annual compounded increase in monthly values, net of capital expenditure, expressed as a percentage of the capital employed each month.”

Quelle: IPD Multinational Index Spreadsheet 2009

### III.3 Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik

Die vorstehenden Ausführungen begründen die Einschätzung, dass das deutsche Finanzsystem von seiner Struktur her anfällig ist. Zum einen bewirkt die Trennung der Sparten, dass einem wesentlichen Teil des Sektors ein profitables Standbein im Einlagengeschäft und im Retail-Kreditgeschäft fehlt. Zum anderen haben Überkapazitäten und intensiver Wettbewerb auch im Wholesale-Bereich die Margen schrumpfen lassen. In einzelnen Segmenten des Finanzsystems waren die Margen kaum je zufriedenstellend.

In den Jahren vor der Krise haben diese Probleme deutsche Banken dazu veranlasst, über Kreditsatzgeschäft sowie Immobilien- und Staatsfinanzierungen erhebliche Risiken im Ausland zu übernehmen und das vielfach zu Margen, die die eingegangenen Risiken nicht richtig reflektierten. Für die Risiken dieser Strategien musste am Ende der deutsche Steuerzahler eintreten. Diese Entwicklung darf sich nicht wiederholen.

Jedoch sind die hier beschriebenen Strukturprobleme nach wie vor vorhanden. Wenn es nicht gelingt, die Marktstrukturen zu bereinigen oder aber Regeln für weniger riskantes Marktverhalten zu setzen, werden auch die Risiken wiederkommen. Bei fehlenden Margen haben die Banken einen Anreiz, ins Risiko zu gehen. Das kann dazu führen, dass der Steuerzahler in einigen Jahren erneut einspringen muss.

#### III.3.1 Notwendigkeit der Strukturbereinigung

In anderen Wirtschaftszweigen hätte eine Entwicklung der Art, wie sie im Vorstehenden skizziert wurde, bereits zu einer Strukturbereinigung geführt. Wenn Änderungen der regulatorischen und technischen Rahmenbedingungen dazu führen, dass die Anbieter nicht

mehr die für eine normale Geschäftstätigkeit erforderlichen Margen erwirtschaften, so werden einige Teilnehmer aus dem Markt austreten. Dieser Prozess findet sein Gleichgewicht, wenn die verbleibenden Marktteilnehmer ihr Auskommen haben. Unter normalen Umständen werden dies die Marktteilnehmer sein, die aufgrund von Kostenvorteilen oder aufgrund der besonderen Attraktivität ihrer Produkte am ehesten in der Lage sind, Gewinne zu erzielen.

Eine gewisse Strukturbereinigung hat auch stattgefunden. Diese hat sich aber weitgehend auf den Bereich der Sparkassen und Genossenschaftsbanken beschränkt. Die dort eingetretene Konsolidierung hat aber die Marktstrukturen nicht wesentlich beeinflusst.<sup>205</sup> Zu einer umfassenden darüber hinausgehenden Strukturbereinigung im deutschen Finanzsektor ist es bisher nicht gekommen, auch nicht infolge der Finanzkrise. Der mit der Übernahme durch Commerzbank bzw. LBBW vollzogene Marktaustritt von Dresdner Bank und SachsenLB ist nur als ein Anfang anzusehen. Weitere Marktaustritte müssen folgen, wenn die Strukturprobleme behoben werden sollen.

An dieser Stelle mag eingewandt werden, die Strukturprobleme könnten schon dadurch behoben werden, dass die Marktteilnehmer ihre Angebote zurücknehmen und im Markt weniger aggressiv auftreten. In der Folge der Finanzkrise ist dies insbesondere bei Immobilienfinanzierungen in größerem Umfang geschehen. Jedoch ist zu bezweifeln, dass diese Verhaltensänderung und die damit verbundene Margenerhöhung von Dauer sein werden. Solange die Marktstrukturen selbst nicht bereinigt werden, muss immer damit gerechnet werden, dass bei größerem Optimismus der Anbieter der Wettbewerb wieder intensiver werden wird und die Margen wieder schrumpfen werden.

Der Expertenrat ist gehalten, bei seinen Überlegungen auch die Auswirkungen auf die Kreditversorgung der deutschen Wirtschaft mit einzubeziehen. Natürlich haben Marktaustritte eine Schlechterstellung der Marktgegenseite zur Folge, in diesem Fall also eine Verschlechterung der Konditionen, zu denen deutsche Unternehmen und Haushalte Kredite und Dienstleistungen von Banken erhalten. Diese Schlechterstellung ist aber in Kauf zu nehmen. Es kann kein volkswirtschaftliches Interesse daran geben, dass Marktaustritte aus Märkten mit Überkapazitäten künstlich verhindert werden, damit die jeweiligen Kunden keine Verschlechterung ihrer Konditionen erleiden. Soweit es erhebliche Überkapazitäten gibt, ist ohnehin zu erwarten, dass die Auswirkungen von Marktaustritten auf die Kreditversorgung sich in Grenzen halten. Im übrigen gehört zur Angemessenheit der Kreditversorgung auch, dass die Banken, die die Kredite bereitstellen, angemessene Margen erzielen, mit denen sie ihre Kosten decken können, Kosten der Kreditwürdigkeitsprüfung und –überwachung ebenso wie Kapitalkosten.

Dass die Strukturbereinigung im deutschen Finanzsektor so gut wie nicht stattfindet, liegt in der Fragmentierung des deutschen Finanzsektors und in der besonderen Rolle der öffentlichen Banken begründet. Die von den verschiedenen Banken erzielten Margen lassen vermuten, dass weitere Marktaustritte am ehesten im Bereich der Landesbanken und im Bereich der Immobilienbanken zu erwarten wären. Bei den Landesbanken hat aber bislang die Politik die Konsolidierung verhindert, und die Staatsgarantien haben diese Institute vor dem Druck der Märkte bewahrt. Die Staatsgarantien sind zwar im Prinzip 2005 ausgelaufen, doch hat die Intervention des Bundes und von Ländern 2008 den Konsolidierungsdruck in der Krise abgefangen. Auch bei den Immobilienbanken hat die Intervention des Bundes 2008 den Marktaustritt zunächst verhindert. Allerdings stehen die Auflagen im Raum, an die die Europäische Kommission die Genehmigungen der Beihilfen für Banken in der Krise gebunden hat.

---

<sup>205</sup> Sachverständigenrat (Fn. 197), 95 ff.

Ebenfalls im Raum steht das Erfordernis der Refinanzierung der Landesbanken ab 2015, wenn die vor dem Wegfall der Staatsgarantie begebenen Obligationen auslaufen. Wenn die Konsolidierung bis dahin nicht erfolgt ist, wird diese Refinanzierung erhebliche Schwierigkeiten aufwerfen.

All dies führt den Expertenrat zu der Folgerung, dass der Bund bei der Wahl seiner Ausstiegsstrategie das Erfordernis der Strukturbereinigung berücksichtigen sollte. Die Strukturbereinigung, insbesondere im Bereich der Landesbanken und der Immobilienbanken sollte nicht behindert werden, bestenfalls sogar positiv gestaltet werden.

Daraus ergeben sich zwei konkrete Empfehlungen:

- Neben den verschiedenen Möglichkeiten der Veräußerung der Bundesbeteiligungen ist im Einzelfall auch die Möglichkeit der Abwicklung zu prüfen. Dabei ist zu erwägen, dass die Abwicklung eines Instituts vermittels des damit verbundenen Marktaustritts die Marktchancen der anderen Institute und die Möglichkeiten der Veräußerung der Bundesbeteiligungen an diesen Instituten verbessert. Wichtiger noch ist allerdings der Effekt, dass die Verbesserung der Marktstruktur die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Krisen senkt.
- Es ist auch darauf zu achten, dass das Engagement des Bundes bei den einzelnen Instituten bald zu Ende gebracht wird. Nach Einschätzung verschiedener Gesprächspartner wirkt das Engagement des Bundes – auch ohne entsprechende rechtliche Verpflichtung – wie eine implizite Garantie. So ist etwa das derzeitige „A“-Rating von HRE in erheblichem Maße dem Umstand zuzuschreiben, dass der Bund hier Eigentümer ist. Solche Einschätzungen wirken allerdings wettbewerbsverzerrend. Ungeachtet der Frage, wie die Wirkung bei dem betroffenen Institut selbst zu beurteilen ist, besteht die Gefahr, dass andere Institute ins Risiko gehen müssen, um mit dem betreffenden Institut mithalten zu können. Dies kann nicht im Interesse des Gemeinwesens liegen. Daher sollte der Bund dafür Sorge tragen, dass diese Wettbewerbsverzerrungen – und die damit verbundenen negativen Wirkungen auf die anderen Marktteilnehmer – so bald wie möglich zu Ende gebracht werden.
- Schließlich ist darauf zu achten, dass die betroffenen Institute nach dem Ausscheiden des Bundes auf eigenen Füßen stehen und im Wettbewerb bestehen können, ohne bald wieder in Schwierigkeiten zu kommen. Insbesondere sollten sie nicht den Anreiz haben, etwaige Wettbewerbsnachteile erneut durch das Eingehen zusätzlicher Risiken zu kompensieren. Zu vermeiden ist eine Ausstiegsstrategie, die den Wiedereinstieg einige Jahre später nach sich zieht.

### **III.3.2 Gestaltung der Rahmenbedingungen**

Auch die Rahmenbedingungen des Finanzsektors sind zu überdenken. Verschiedene Wettbewerbsentwicklungen wurden durch Änderungen regulatorischer Rahmenbedingungen ausgelöst, etwa die Zulassung von Geldmarktfonds 1994 oder die Aufhebung des Spezialbankprinzips bei der Verabschiedung des Pfandbriefgesetzes 2005. Einige dieser Änderungen mögen sinnvoll oder sogar unvermeidlich gewesen sein. Jedoch ist insgesamt zu überdenken, ob nicht bestimmte Wettbewerbsentwicklungen durch eine Stärkung der Rahmenbedingungen kanalisiert werden sollten.

Dies gilt insbesondere für den Margenwettbewerb auf der Grundlage der Fristentransformation. Wenn bei der Immobilienfinanzierung kurzfristige Instrumente

eingesetzt werden, um den mit der Überdeckung verbundenen Refinanzierungsbedarf zu decken, so bringt das unangemessene Risiken mit sich. Soweit diese Risiken auf das Finanzsystem oder den Steuerzahler zurückfallen können, ist eine geeignete Regulierung geboten.

Zu denken ist insbesondere an einen strikteren aufsichtsrechtlichen Umgang mit den in der Fristentransformation begründeten Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiken. So sollten im Rahmen der Eigenkapitalregulierung die mit der Vergabe langfristiger Kredite verbundenen Refinanzierungs- und Zinsänderungsrisiken angemessen berücksichtigt werden. Auch an Liquiditätsvorschriften, die eine stärkere Einhaltung von Fristenkongruenz erzwingen, ist in diesem Zusammenhang zu denken.

In Diskussionen zu dieser Thematik ist gelegentlich zu hören, die Fristentransformation gehöre zu den ureigensten Aufgaben der Banken. Diese Aussage ist jedoch irreführend, denn sie unterscheidet nicht zwischen den verschiedenen Dimensionen der Fristentransformation. Sicher gehört es zu den ureigensten Funktionen der Banken, dass sie für eine Trennung zwischen der Bindungsdauer für die Mittel der Anleger und der wirtschaftlichen Lebensdauer der zu finanzierenden Vermögenswerte sorgen. Damit ist aber nicht gesagt, dass der Anleger, der kurzfristig über seine Mittel verfügen möchte, dies ohne weiteres auch zum Nennwert tun können sollte. Bei fristenkongruenter Refinanzierung von Immobiliarkrediten durch Pfandbriefe und andere langlaufende Papiere steht es dem Anleger jederzeit frei, die Papiere zu realisieren, doch muss er das Risiko tragen, dass, etwa aufgrund einer zwischenzeitlichen Steigerung der Marktzinsen, die Kurse, zu denen er realisiert, unter den Nennwerten der Papiere liegen.

Eine derartige Verlagerung der mit Zinsrisiken einhergehenden Bewertungsrisiken langfristiger Realinvestitionen auf den Letztanleger ist volkswirtschaftlich nicht unerwünscht; sie ist sogar besonders erwünscht, wenn es sich bei dem Anleger um einen Pensionsfonds oder eine gemischte Lebensversicherung handelt, deren Kunden ohnehin sehr lange Anlagehorizonte haben.<sup>206</sup> Dagegen ist die Vorstellung falsch, dass diese Bewertungsrisiken von den Banken getragen werden sollten. Bei intensivem Wettbewerb und geringen Intermediationsmargen sind die Banken gar nicht dazu in der Lage; das zeigen u.a. die Erfahrungen der US-amerikanischen Sparkassen Anfang der achtziger Jahre und die Erfahrungen der Banken von Skandinavien bis Japan in den Krisen der späten achtziger und frühen neunziger Jahre.

Solche Erfahrungen hindern nicht, dass Banken immer wieder versuchen, die Margen durch zusätzliche Fristentransformation aufzubessern. Umso wichtiger ist es, durch geeignete regulatorische Rahmenbedingungen dafür zu sorgen, dass dieser Margenwettbewerb nicht so sehr ins Risiko geht, dass am Ende wieder der Steuerzahler für die Risiken aufkommen muss.

---

<sup>206</sup> Zur Begründung dieser Aussage siehe *Hellwig*, *European Economic Review*, 1994, S. 1363 ff.; *Hellwig*, *Schweizerische Zeitschrift*, 1995, S. 723; *Hellwig*, in: *Obst/Hintner*, *Geld-, Bank- und Börsenwesen - Handbuch des Finanzsystems*, S. 1 ff. Die Aussage ist nicht so zu verstehen, dass die betreffenden Institute besonders ins Risiko gehen sollten. Vielmehr sind die durch Zinsrisiken induzierten Risiken der Bewertung langfristiger Anlagen im Markt für einen privaten oder institutionellen Anleger *unerheblich*, wenn dieser selbst einen langen Anlagehorizont und eine langfristige Finanzierung hat. Für diesen Anleger viel problematischer sind die durch Zinsrisiken induzierten Risiken der Renditen der Wiederanlage nach Auslaufen kurzfristiger Anlagen. Die Erfahrungen der deutschen Versicherungswirtschaft nach dem Absinken der Marktzinsen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre geben ein Beispiel. Die Empfehlung, bei langfristiger Refinanzierung auch langfristig, d.h. fristenkongruent, anzulegen, entspricht somit einer Strategie der Risikovermeidung. Die durch Zinsänderungen induzierten Änderungen der Bewertung der langfristigen Anlagen finden immer eine Entsprechung in den durch Zinsänderungen induzierten Änderungen der Bewertung der langfristigen Verbindlichkeiten, auch wenn diese Änderungen nicht immer bilanziert werden.

In diesem Zusammenhang ist das Vorhaben des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Einführung einer *Net Stable Funding Ratio* sehr zu begrüßen. Allerdings steht die genaue Ausgestaltung noch nicht fest; auch ist die Einführung erst für 2018 vorgesehen. Daher ist noch nicht abzuschätzen, ob damit die Risiken der Fristentransformation für das deutsche Finanzsystem genügend eingeschränkt werden. Auf jeden Fall empfiehlt der Expertenrat, dass der Bund dieses Vorhaben aktiv unterstützt, auch wenn aus Teilen des deutschen Banksystems erheblicher Widerstand dagegen gemeldet wird.

### III.4 Nachweise

- Acharya, Viral/Schnabl, Philipp/Suarez, Gustavo*, Securitization without Risk Transfer, Stern School of Management, New York University 2009, [http://pages.stern.nyu.edu/~stern-fin/vacharya/public\\_html/acharya\\_schnabl\\_suarez.pdf](http://pages.stern.nyu.edu/~stern-fin/vacharya/public_html/acharya_schnabl_suarez.pdf).
- Fischer, Karl-Hermann/Pfeil, Christian*, Regulation and Competition in German Banking: An Assessment, in: *Krahnen, Jan Pieter/Schmidt, Reinhart H.* (Hrsg.), *The German Financial System*, Oxford 2003, S. 291–349.
- Hackethal, Andreas*, German Banks and Banking Structure, in: *Krahnen, Jan Pieter/Schmidt, Reinhart H.* (Hrsg.), *The German Financial System*, Oxford 2003, S. 71–105.
- Hellwig, Martin F.*, Banken zwischen Politik und Markt: Worin besteht die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken?, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 2000, S. 337-356.
- Hellwig, Martin F.*, Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems, in: *von Hagen, Jürgen/von Stein, Johann Heinrich* (Hrsg.), *Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen - Handbuch des Finanzsystems*, 40. Aufl., Stuttgart 2000, S. 1–35.
- Hellwig, Martin F.*, Liquidity Provision, Banking, and the Allocation of Interest Rate Risk, *European Economic Review* 1994, S. 1363–1389.
- Hellwig, Martin F.*, Systemic Aspects of Risk Management in Banking and Finance, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 1995, S. 723–737.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, *Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern – Stabilität erhöhen*, Wiesbaden 2008.

## IV. Rechtliche und betriebswirtschaftliche Erwägungen zu möglichen Ausstiegsstrategien

### IV.1 Die krisenbedingten Bundesbeteiligungen an Banken

Die folgende Tabelle zeigt den Umfang der Beteiligungen des SoFFin an den vier Kreditinstituten.

Kreditinstitut	Art der Beteiligung	der Beteiligung	Datum der Beteiligung	Verzinsung	Rückzahlung
<b>Aareal AG</b> <sup>207</sup>	<b>Bank</b>	Stille Einlage in Höhe von 525 Mio. Euro	13.3.2009	9 % p.a. <sup>208</sup>	16.7.2010 150 Mio. Euro
<b>Commerzbank AG</b> <sup>209</sup>		Stille Einlage in Höhe von 8,2 Mrd. Euro	31.2.2008	9 % p.a.	-
		Stille Einlage in Höhe von 8,2 Mrd. Euro	3.6.2009	9 % p.a.	-
		295 Mio. Aktien à 6 Euro (Gesamtwert knapp 1,8 Mrd. Euro) = 25 % + 1 Aktie Sperrminorität	3.6.2009	-	-
<b>Hypo Estate</b> <sup>210</sup>	<b>Real</b>	20 Mio. Aktien à 3 Euro (Gesamtwert 60 Mio. Euro)	28.3.2009	-	-
		986.544.080 Aktien à 3 Euro (Gesamtwert 2.959.632.240 Euro)	8.6.2009	-	-

<sup>207</sup> *Frühauf*, FAZ.NET vom 16.2.2009; FAZ.NET vom 28.6.2010, „Aareal Bank beginnt mit Rückzahlung“; Aareal Bank, Geschäftsbericht 2009, S. 70 f.

<sup>208</sup> Falls eine Dividende gezahlt werden sollte, erhöht sich der Zinssatz um 0,5 % je 0,25 Euro Dividende pro Aktie.

<sup>209</sup> FAZ vom 4.11.2008, Nr. 258, S. 1, „Commerzbank nimmt Rettungspaket in Anspruch – Eigenkapital um 8,2 Milliarden Euro erhöht/Auch WestLB und HSH Nordbank bedürftig“; FAZ vom 8.5.2009, Nr. 106, S. 15, „Brüssel verordnet Commerzbank Schrumpfkur“; FAZ vom 18.5.2009, Nr. 114, S. 1, „Commerzbankaktionäre billigen Staatseinstieg“; FAZ vom 10.9.2009, Nr. 210, S. 21, „Commerzbank gibt restliche Garantien zurück – Verzichtet auf Bürgschaftsrahmen über 5 Milliarden Euro/Blankfein für Boni-Regeln“.

<sup>210</sup> Pressemitteilung SoFFin vom 4.11.2009, „HRE – SoFFin beschließt Kapitalerhöhung um 3 Mrd. Euro“; Pressemitteilung SoFFin vom 21.12.2009, „SoFFin löst Liquiditätsfazilität ab – Restrukturierung der HRE schreitet voran“; Pressemitteilung SoFFin vom 28.5.2010, „Garantierahmen der HRE wird um 10 Mrd. Euro reaktiviert – Restrukturierung schreitet voran“; Pressemitteilung SoFFin vom 8.7.2010, „FMS Wertmanagement – Abwicklungsanstalt der Hypo Real Estate (HRE) gegründet“; FAZ vom 22.1.2009, Nr. 18, S.15, „Zerschlagung soll Hypo Real Estate retten“; FAZ vom 6.11.2009, Nr. 258, S. 15, „Neue Milliarden für die HRE“; *Hypo Real Estate Group*, Geschäftsbericht 2009, S. 6, 24 f., 114; *Hypo Real Estate Holding*, Geschäftsbericht 2009, S. 107; *Deutsche Pfandbriefbank*, Geschäftsbericht 2009, S. 8 ff.

	0,76 Mrd. Euro freie Rücklagen an die HRE Holding	16.11.2009	-	-
	1,3 Mrd. Euro freie Rücklagen an DePfa	16.11.2009	-	-
	Stille Einlage in Höhe von 1 Mrd. Euro an DePfa	16.11.2009	10 % p.a.	-
<b>WestLB<sup>211</sup></b>	Stille Einlage in Höhe von 3 Mrd. Euro (Wandlungsrecht seit 1.7.2010)	30.4.2010 (letzte von 3 Tranchen)	10 % p.a.	-

Abgesehen von den Anteilen von 25 % + 1 Aktie bei der Commerzbank und von 100 % bei Hypo Real Estate handelt es sich um Stille Beteiligungen. Für die Wahl einer Ausstiegsstrategie kommt es daher darauf an, welche Möglichkeiten es gibt, um aus den Stillen Beteiligungen auszusteigen, und wie diese Möglichkeiten unter rechtlichen und wirtschaftlichen Gesichtspunkten zu werten sind.

Der Ausstieg aus der Stillen Beteiligung ist auch von Bedeutung für die Möglichkeiten eines Ausstiegs aus der Beteiligung am Aktienkapital der Commerzbank. Zwar ist ein Verkauf dieser Beteiligung jederzeit möglich. Die Bedingungen dafür sind aber ungünstig, solange es die Stille Beteiligung gibt und die potentiellen Käufer sich fragen müssen, wie groß die weitere Belastung durch die Verzinsung der Stillen Einlage oder durch eine Ablösung der Stillen Einlage sein wird. Auch bei der Commerzbank steht daher die Frage nach den Möglichkeiten des Ausstiegs aus der Stillen Beteiligung im Zentrum der Überlegungen.

In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass gemäß Basel III die im Rahmen staatlicher Stützungsmaßnahmen erworbenen Stillen Beteiligungen von 2018 an aufsichtsrechtlich nicht mehr als Eigenkapital behandelt werden.

Die Frage nach dem Ausstieg aus den Stillen Beteiligungen kann sich unter veränderten Gesichtspunkten stellen, wo auch an eine Abwicklung eines Instituts zu denken ist. Eine Stille Beteiligung darf für eine Anerkennung als Kernkapital bei Insolvenz oder Liquidation erst nach Befriedigung aller Gläubiger zurückgezahlt werden. Im Fall einer Abwicklung nimmt die Stille Beteiligung des Bundes aber immerhin eine Vorrangstellung gegenüber dem Aktienkapital ein. Zudem wäre es gegebenenfalls möglich, durch eine Überführung der Stillen Beteiligung in Wandelschuldverschreibungen in den Gläubigerrang von Genussrechtsverbindlichkeiten aufzurücken.

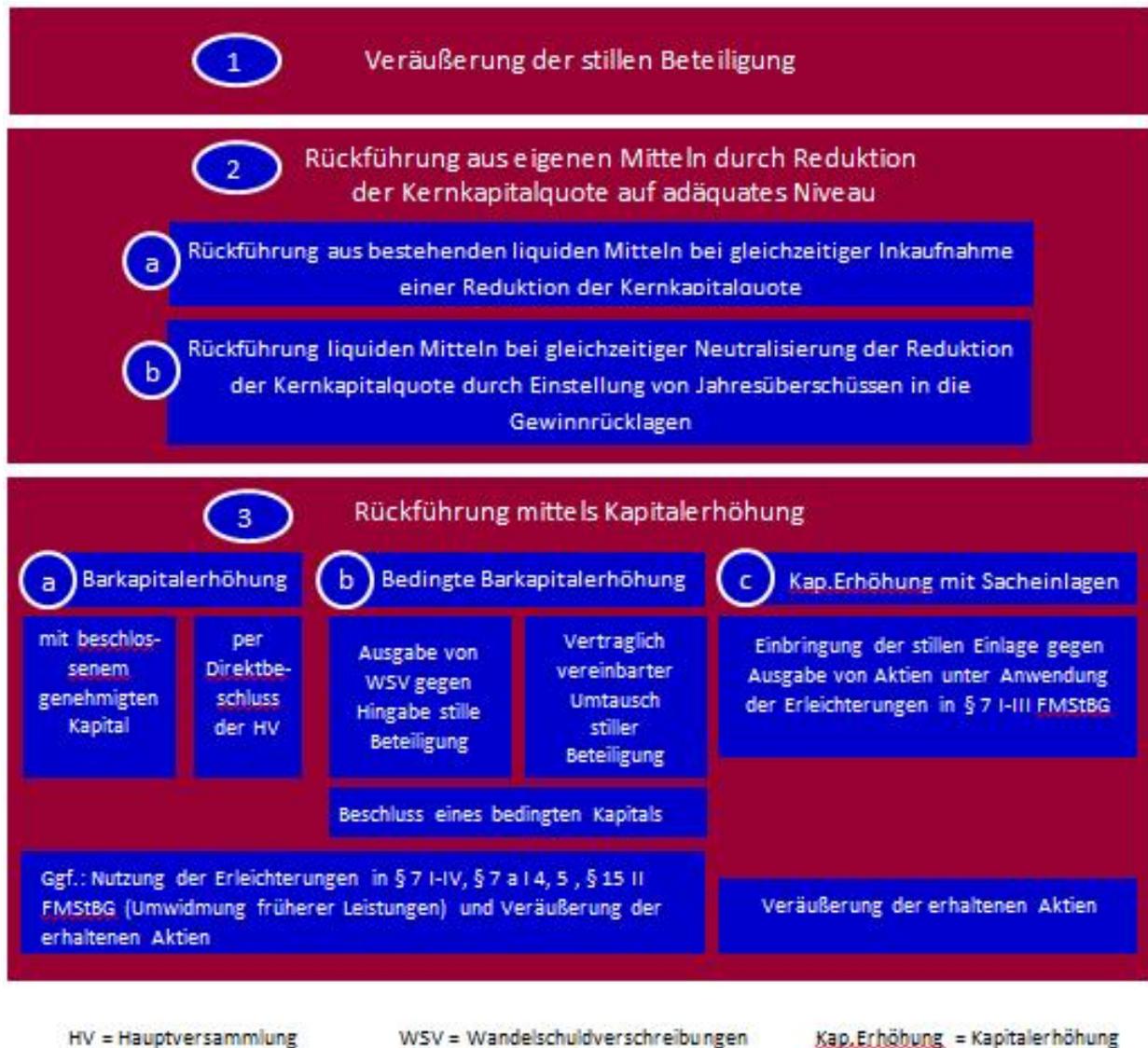
#### **IV.2 Überblick zu den Ausstiegsstrategien für die Stillen Beteiligungen**

Im Wesentlichen eröffnen sich drei Wege um aus der Stillen Beteiligung auszusteigen: Die Veräußerung bzw. Übertragung der Stillen Einlage, die Rückführung aus eigenen Mitteln, und die Rückführung nach einer Kapitalerhöhung. Die Kapitalerhöhung selbst kann wiederum in

---

<sup>211</sup> Pressemitteilung SoFFin vom 26.11.2009, „SoFFin unterstützt WestLB“; Pressemitteilung SoFFin vom 14.12.2009, „Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung errichtet Abwicklungsanstalt der WestLB“; Webseite der Ersten Abwicklungsanstalt, abrufbar unter <http://www.aa1.de/>.

Form einer Barkapitalerhöhung oder in Form einer Kapitalerhöhung mit Sacheinlagen erfolgen. Alternativ kann die Stille Beteiligung für Wandelschuldverschreibungen hingegeben werden, die mittels eines Umtauschrechts auf Aktien ebenfalls eine Kapitalerhöhung bewirken können. Die verschiedenen Möglichkeiten der Rückführung werden im folgenden Schaubild noch einmal zusammenfassend dargestellt. Die verschiedenen Wege können natürlich beliebig kombiniert werden, um den vollen Betrag der Stillen Einlage zurückzuführen.



Zu beachten ist, dass dem SoFFin kein Kündigungsrecht zusteht. Vielmehr kann nur das Kreditinstitut die Stille Beteiligung im Wege der ordentlichen oder der außerordentlichen Kündigung beenden. Alternativ könnte jeder dieser Wege nach konsensualer Vereinbarung zwischen Kreditinstitut und SoFFin beschritten werden. Erforderlich ist darüber hinaus in jedem Fall die Zustimmung seitens der BaFin. Die ordentliche Kündigung wird die BaFin allerdings nur zulassen, wenn die Gesamtkennziffer nach § 2 VI SolvV auf Gruppenebene dauerhaft den Wert von 9 % übersteigt und der Buchwert der Stillen Einlage zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung den Einlagennennbetrag nicht unterschreitet.

### **IV.3 Rückführung durch Veräußerung bzw. Übertragung der Stillen Einlage**

Grundsätzlich könnte man sich vorstellen, dass die Stille Einlage vom SoFFin an einen Dritten übertragen wird, etwa im Zuge einer Veräußerung an einen einzelnen strategischen Investor oder eine Private Equity-Gesellschaft.

Jedoch müsste bei einer Übertragung der Stillen Einlage sichergestellt sein, dass aufsichtsrechtlich die Core-Tier-1-Fähigkeit der Stillen Einlage fortbesteht.<sup>212</sup>

Der Expertenrat betrachtet die Möglichkeit eines Ausstiegs des Bundes durch Übertragung der Stillen Einlage an einen Dritten als eine theoretische Option. Es wird kaum einen Investor geben, der bereit ist, die Stille Beteiligung zu übernehmen, und der auch noch die Anforderungen für die Beibehaltung der aufsichtsrechtlichen Qualifizierung der Beteiligung als Kernkapital erfüllt. In Anbetracht der Maßgabe, dass Zinsen nur bei Anfall eines HGB-Gewinns bezahlt werden, besteht auch die Aussicht, dass der Preis bei einer Veräußerung unter dem Nominalwert der Stillen Beteiligung liegen müsste.

Diese Art der Rückführung der Stillen Beteiligungen spielt daher in den weiteren Überlegungen des Expertenrats keine Rolle. Sie ist hier nur der Vollständigkeit halber erwähnt.

### **IV.4 Rückführung aus eigenen Mitteln**

Eine Rückführung aus eigenen Mitteln kann im Prinzip jederzeit erfolgen, desgleichen eine Rückführung aus den Überschüssen aus laufender Geschäftstätigkeit. Eine solche Rückführung würde die Beteiligung der Altaktionäre nicht verwässern; denn das Eigenkapital und damit die Beteiligungsquote der Aktionäre bliebe unverändert. Außerdem hängt diese Art der Rückführung weder von der Aktienkursentwicklung noch von einer Zustimmung der Hauptversammlung ab, so dass das Transaktionsrisiko gering ist. Allerdings muss das jeweilige Institut bei einer Auszahlung eigener Mittel in Kauf nehmen, dass die Rückführung sein Kernkapital senkt. Einer Senkung des Kernkapitals sind Grenzen gesetzt. Rechtliche Grenzen ergeben sich aus den aufsichtsrechtlichen Vorschriften. Wirtschaftliche Grenzen ergeben sich aus den Anforderungen an die Kernkapitalquote, die von den Geldgebern des Instituts in den Kapitalmärkten gesetzt werden. Im Übrigen wird es sinnvoll sein, einen Puffer zu haben, der dafür sorgt, dass das Institut bei schlechtem Geschäftsgang nicht gleich an die durch Aufsicht und Märkte gesetzten Grenzen stößt.

Die Zuständigkeit für die Beurteilung der Angemessenheit eines Puffers über das im Rahmen der regulatorischen Anforderungen von der Bank vorzuhaltenden Eigenkapitals hinaus liegt bei den Leitungsgremien des Instituts, Vorstand und Aufsichtsrat. Insofern kann der Bund hier nicht unmittelbar Einfluss nehmen. Er kann aber in Verhandlungen mit den Leitungsgremien die Erwägung geltend machen, dass aus den genannten Gründen das Institut selbst ein Interesse an der Rückführung der Stillen Einlage hat. Es sollte daher die Möglichkeit bestehen, im Rahmen eines Einvernehmens über die Gesamtstrategie des Umgangs mit den Stillen Beteiligungen des Bundes und mit den Erfordernissen der Eigenkapitalregulierung ab 2018 auch eine Rückführung aus eigenen Mitteln und aus Jahresüberschüssen vorzusehen.

In diesem Zusammenhang wäre auch daran zu denken, dass eine Reduktion der risikogewichteten Anlagen der Bank die von Aufsicht und Märkten gesetzten

---

<sup>212</sup> Stille Einlagen, die im Rahmen staatlicher Stützungsmaßnahmen gewährt wurden, gelten bis zum Jahr 2018 weiter als hartes Kernkapital. Vgl. hierzu [http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_88146/DE/BMF\\_\\_Startseite/Service/Glossar/B/022\\_Basel\\_\\_III.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_88146/DE/BMF__Startseite/Service/Glossar/B/022_Basel__III.html).

Eigenkapitalanforderungen senken und die Spielräume für eine Rückführung der Stillen Beteiligungen aus eigenen Mitteln und aus Jahresüberschüssen erhöhen würde. Etwaige Buchverluste allerdings, die bei einer Veräußerung von Vermögenswerten anfallen könnten, würden wieder zu Lasten der Eigenkapitalposition gehen.

#### **IV.5 Rückführung nach einer Barkapitalerhöhung der Bank**

Hierbei ist zu unterscheiden zwischen einer Barkapitalerhöhung durch einen Direktbeschluss der Hauptversammlung und einer Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital.

##### **IV.5.1 Barkapitalerhöhung durch einen Direktbeschluss der Hauptversammlung**

Erforderlich für eine Barkapitalerhöhung durch Direktbeschluss wäre zunächst ein Beschluss der Hauptversammlung zur Durchführung der Kapitalerhöhung gemäß §§ 182 ff. AktG. Dafür wäre nach allgemeinem Aktienrecht eine Mehrheit der Stimmen erforderlich, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst (§ 182 I 1 AktG). Die Sonderregelungen für einen Ausstieg des SoFFin aus Rekapitalisierungsmaßnahmen lassen allerdings eine einfache Mehrheit genügen; soll das Bezugsrecht der Altaktionäre ausgeschlossen werden, ist hierfür bei einer Hauptversammlungspräsenz von unter 50 % eine Zweidrittelmehrheit nötig (§ 7 II, III i.V.m. § 7f S. 2 FMStBG). Im Anschluss an den Hauptversammlungsbeschluss müsste die Kapitalerhöhung unverzüglich durchgeführt werden.

Diese Variante bietet den Vorteil, dass es keine rechtliche Schranke für das Volumen des neu zu schaffenden Eigenkapitals gibt. Sofern der Markt hinreichend aufnahmefähig ist, könnte die Kapitalerhöhung daher den gesamten Betrag erbringen, der zur Rückzahlung der Stillen Einlage benötigt wird.

Allerdings birgt das Erfordernis der Zustimmung der Hauptversammlung erhebliche Risiken. Zunächst ist ungewiss, ob die notwendige Stimmenmehrheit erreicht wird. Bei der Beschlussfassung kann der Bund nach Maßgabe seiner Beteiligung selbst mitwirken. Jedoch ist er auf die Zustimmung einer hinreichend großen Zahl anderer Anteilseigner angewiesen. Das beinhaltet ein Risiko selbst im Fall der Commerzbank, wo der Bund immerhin 25 % + 1 Aktie hält. Die Altaktionäre werden durch die Verringerung ihrer Stimmanteile und ihrer Gewinnanteile belastet und werden der Kapitalerhöhung nur zustimmen, wenn die von der Ablösung der Stillen Beteiligung zu erwartende Verbesserung der Aktionärsposition ihnen eine angemessene Kompensation dafür bietet. In Anbetracht der Unsicherheit über den am Markt zu erzielenden Preis für die neuen Aktien ist dies aber nicht klar. Daher ist denkbar, dass die Altaktionäre ihre Zustimmung verweigern.

Bei einem Hauptversammlungsbeschluss bestünde nach allgemeinem Aktienrecht ferner ein Risiko von Anfechtungsklagen (§ 246 AktG), welche eine sogenannte Registersperre auslösen (§ 21 FamFG), die eine Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister erfahrungsgemäß um sechs bis acht Monate verzögert. Um dies zu vermeiden, hat der Gesetzgeber für Kapitalmaßnahmen im Zusammenhang mit der Reorganisation in § 7c FMStBG eine Sonderregelung geschaffen, die Registersperren verhindern soll. Zu den Kapitalmaßnahmen zählt auch die Kapitalerhöhung durch HV-Beschluss (§ 7 FMStBG). Hiernach kann der Beschluss sogleich eingetragen werden. Erweist sich die Anfechtungsklage als begründet, so ist die Gesellschaft nur zu Schadensersatz verpflichtet (§ 7c S. 4 FMStBG i.V.m. § 246a IV AktG).

##### **IV.5.2 Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital**

Bei einer Barkapitalerhöhung aus einem bereits vorhandenen genehmigten Kapital kann man die Unsicherheit vermeiden, welche mit dem Erfordernis eines zeitnah umzusetzenden

Beschlusses der Hauptversammlung verbunden ist. Nach allgemeinem Aktienrecht wäre eine solche Kapitalerhöhung durch Ausgabe neuer Aktien aus genehmigtem Kapital bis zur Hälfte des Grundkapitals zulässig, das zur Zeit der Ermächtigung vorhanden ist (§ 202 I i.V.m. III AktG). Auch diese Variante wäre mit relativ geringen Transaktionsrisiken verbunden, weil kein zeitnaher Beschluss der Hauptversammlung erforderlich wäre. Die Zustimmung der Gesellschafter ergibt sich in diesem Fall aus der Satzungsbestimmung, in der das genehmigte Kapital vorgesehen wurde bzw. in dem Beschluss der Gesellschafter zur Änderung der Satzung. Zudem handelt es sich bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital um ein am Markt bekanntes Verfahren.

Bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital kann der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung vorsehen, dass der Vorstand über den Ausschluss des Bezugsrechts entscheidet (§ 203 II 1 AktG).

Im Allgemeinen hat diese Variante den Nachteil, dass das Volumen der Kapitalerhöhung auf bis zu 50 % des Grundkapitals begrenzt ist. Jedoch hat der Gesetzgeber mit der Änderung des FMStBG die Möglichkeit geschaffen, Barkapitalerhöhungen aus genehmigtem Kapital auch über diese Grenze hinaus durchzuführen, wenn es gilt, die krisenbedingten Bundesbeteiligungen zurückzufahren. Nach § 7b I 2 HS 1 i.V.m. § 7f S. 2 FMStBG gilt für die Schaffung genehmigten Kapitals durch die Hauptversammlung zum Zweck der Rückzahlung von Rekapitalisierungsmaßnahmen gemäß § 7 FMStBG nicht die Höchstgrenze der Hälfte des aktuellen Grundkapitals nach § 202 III 1 AktG. Vielmehr kann genehmigtes Kapital auch in größerem Umfang geschaffen werden. Dies eröffnet die Möglichkeit, den gesamten zur Ablösung der Stillen Einlagen erforderlichen Betrag durch eine Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital ohne gesonderten Beschluss der Hauptversammlung aufzunehmen.

Da es keines zeitnah umzusetzenden Beschlusses der Hauptversammlung bedarf, besteht bei einer Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapitals höhere Transaktionssicherheit als bei einer Barkapitalerhöhung durch Direktbeschluss der Hauptversammlung.

#### **IV.5.3 Aufnahmefähigkeit und die Aufnahmebereitschaft des Marktes**

Grenzen der Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft des Marktes ergeben sich einerseits aus dem Gesamtzusammenhang der Kapitalmarktentwicklung, andererseits aus den Spezifika des einzelnen Instituts.

Bei der Beurteilung des Gesamtzusammenhangs ist auf den europäischen, wenn nicht sogar den globalen Kapitalmarkt abzustellen. Aus dieser Perspektive ist der Kapitalbedarf der hier zu behandelnden Institute dem Umfang nach nicht sehr groß; insofern ist die Aufnahmefähigkeit des Marktes grundsätzlich positiv zu beurteilen. Aufgrund der nach Basel III vorgesehenen Änderungen der Eigenkapitalregulierung der Banken ist aber damit zu rechnen, dass in den kommenden Jahren etliche Banken auf den Markt gehen, um zusätzliches Eigenkapital aufzunehmen. Im Aggregat fallen diese Banken ins Gewicht, auch in einem europaweiten oder sogar globalen Kapitalmarkt. Insofern kann es aus dem Gesamtzusammenhang der Kapitalmarktentwicklung Grenzen der Aufnahmefähigkeit geben, insbesondere, wenn die geplante Barkapitalerhöhung später als die Kapitalerhöhungen anderer Banken erfolgt.

Im übrigen hängt die Aufnahmebereitschaft des Marktes davon ab, wie der Markt das Institut insgesamt einschätzt. Selbst bei hundertprozentiger Verwässerung der Altaktionäre kann der zu erlösende Betrag nicht größer sein als das, was die erwartenden Erträge, die die Anteilseigner insgesamt in Zukunft zu erwarten haben, aus Sicht des Marktes wert sind. Für

eine positive Einschätzung der Erträge kommt es darauf an, ob das Institut einen überzeugenden wirtschaftlichen Eindruck vermitteln kann. Dazu müssen folgende Bedingungen erfüllt sein:

Die Anleger müssen überzeugt sein, dass keine weiteren, bislang verborgenen Belastungen mehr in der Bilanz zu berücksichtigen sind.

Sie müssen überzeugt sein, dass das Geschäftsmodell der Bank sich trägt und auf absehbare Zeit eine ansehnliche Rendite für die Eigenkapitalgeber verspricht.

Sie müssen schließlich auch davon überzeugt werden, dass das Institut eine tragfähige Strategie zur Ablösung der Stillen Beteiligung des Bundes hat.

Für die erste dieser Bedingungen gilt es, den Märkten zu vermitteln, dass keine weiteren negativen Auswirkungen der Finanzkrise zu gewärtigen sind. Dabei ist nicht nur an die 2008 in Rede stehenden Positionen aus Verbriefungen in den USA u.Ä. zu denken, sondern auch an etwaige weitere Risikoquellen, etwa bei Staatsobligationen und Schiffsfinanzierungen. In dieser Beziehung wirken die Entwicklungen des Jahres 2010 als Belastung.

Für die zweite Bedingung kommt es darauf, dass die Bank überzeugend vermittelt, wie sie mit den in Abschnitt III angesprochenen Marktstrukturproblemen umgeht, wie sie sich in diesem schwierigen Marktumfeld positionieren will und wo sie die Margen verdienen will, die benötigt werden, damit die Eigenkapitalgeber auf ihre Kosten kommen.

Die dritte Bedingung ist automatisch erfüllt, wenn es gelingt, die Stille Beteiligung durch die Barkapitalerhöhung abzulösen. Ist dies nicht möglich, etwa aufgrund der rechtlich gesetzten Schranken, so müssen die neuen Eigenkapitalgeber gleichwohl erwarten können, dass die noch zu erwartenden Belastungen aus den Zinsen für die Stille Beteiligung und aus einer etwaigen weiteren Kapitalmarkttransaktion zur Ablösung des verbleibenden Restbetrags der Stillen Beteiligung die Ertragsaussichten für die neu aufzubringenden Mittel nicht ungebührlich schmälern.

Dieser letzte Punkt begründet die Empfehlung, bei einer Barkapitalerhöhung die vollständige Ablösung in einem Schritt, höchstens aber in zwei Schritten, anzustreben. Sollte eine Ablösung in einem Schritt nicht möglich sein, so müsste gleichwohl die Gesamtstrategie – einschließlich des noch erforderlichen weiteren Schritts – glaubwürdig an die Kapitalmärkte kommuniziert werden.

## **IV.6 Rückführung durch Einbringung der Stillen Einlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen oder durch Umtausch der Stillen Einlage in junge Aktien**

### **IV.6.1 Rechtliche Rahmenbedingungen**

Die Stille Einlage könnte im Rahmen einer Kapitalerhöhung in Aktien umgewandelt werden, die der SoFFin anstelle seiner Stillen Beteiligung erhalten kann. Dies wäre zum einen in Form einer Sachkapitalerhöhung möglich, bei der die Stille Beteiligung selbst oder der Auseinandersetzungsanspruch nach Kündigung der Stillen Beteiligung eingebracht wird.

Zum anderen kann in der Vereinbarung über die Stille Beteiligung - auch nachträglich - ein Umtauschrecht auf Aktien eingeräumt werden, § 15 II 1 FMStBG.<sup>213</sup> Durch die Vorschriften der § 15 II i.V.m. § 7a FMStBG und § 7 FMStBG hat der Gesetzgeber dazu die Möglichkeit

---

<sup>213</sup> Hierzu und zum Folgenden eingehend Abschnitt II.1.2.3.3 dieser gutachterlichen Stellungnahme.

eröffnet, die Stille Einlage des SoFFin direkt in Aktien umzuwandeln. Dabei regelt das FMStBG gewisse Erleichterungen gegenüber den allgemeinen Vorschriften des AktG:

Die Begründung des Umtauschrechts bedarf der Zustimmung einer Zweidrittelmehrheit der Hauptversammlung; ist mindestens die Hälfte des Grundkapitals anwesend, genügt die einfache Mehrheit (§ 15 II 3, 4 FMStBG). Nach allgemeinem Aktienrecht wäre hingegen eine Dreiviertelmehrheit nötig (§ 221 I 2 AktG). Um eingeräumte Umtauschrechte zu bedienen, muss die Hauptversammlung des Weiteren einer bedingten Kapitalerhöhung zustimmen (§§ 192 - 201 AktG). Bei dieser wird eine Erhöhung des Grundkapitals beschlossen, die nur so weit durchgeführt werden soll, wie von einem Umtausch- oder Bezugsrecht auf neue Aktien Gebrauch gemacht wird (§ 192 I AktG). Das Bezugsrecht der anderen Aktionäre ist dabei ausgeschlossen. Während das AktG für den Beschluss über die bedingte Kapitalerhöhung eine Dreiviertelmehrheit des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals verlangt, genügt nach § 7a I 2 FMStBG eine einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen.

Sobald die Zustimmung der Hauptversammlung vorliegt, bestimmt der Bund, ob er das Wandlungsrecht ausüben will, zu welchem Zeitpunkt und in welchem Umfang er die Wandlung durchführen will.

Allerdings ist zu bedenken, dass die Nutzung des bedingten Kapitals nach dem FMStBG mit gewissen rechtlichen Unsicherheiten verbunden ist. Denn die Befreiung der bedingten Kapitalerhöhung von einer Sacheinlageprüfung (§ 7 IV 2, § 7a I 4 i.V.m. § 7f FMStBG) wäre nur dann mit der EG-Kapitalrichtlinie vereinbar, wenn entweder Umtauschrechte auf Aktien, die im Rahmen von Stillen Beteiligungen eingeräumt werden, nicht von der Vorgabe einer Prüfung in Art. 27 EG-Kapitalrichtlinie erfasst sind, oder wenn zumindest die Ausnahmen von den Prüfungspflicht eingreifen, deren Einführung Art. 10a der EG-Kapitalrichtlinie den Mitgliedstaaten ausdrücklich gestattet. Ersteres ist nicht gesichert, letzteres nicht zu erkennen. Daher kann es aus Gründen der Vorsicht empfehlenswert erscheinen, eine Sacheinlageprüfung vornehmen zu lassen.

#### **IV.6.2 Wertung**

Aus Sicht des Unternehmens hätte eine Rückführung der Stillen Beteiligung durch Umtausch den Vorteil, dass kein Geld fließt. Es kommt nicht zu einer Minderung des ausgewiesenen Eigenkapitals. Die durch die Aufsicht und die Märkte gesetzten Grenzen für die Eigenkapitalausstattung spielen keine Rolle.

Aus Sicht des Bundes hätte eine Rückführung der Stillen Beteiligung durch Umtausch verschiedene Vorteile:

- Er könnte mit den Aktien stimmberechtigt an der Hauptversammlung teilnehmen. Er könnte somit auf die weitere Entwicklung stärker Einfluss nehmen, als das jetzt der Fall ist.
- Die durch Basel III für 2018 gesetzte Frist für die Behandlung der Stillen Beteiligung als regulatorisches Eigenkapital verlöre an Bedeutung. Der Bund könnte den Zeitpunkt seines endgültigen Ausstiegs flexibel bestimmen, je nachdem, wie sich die Märkte entwickeln.
- Gewisse Formen des *Moral Hazard* von Seiten der Bank würden eliminiert. Das betrifft zum einen den Gestaltungsspielraum der Bank im Umgang mit den Unterschieden der Rechnungslegung nach IFRS und nach HGB. Es betrifft auch den Umstand, dass die Belastung durch die Stille Einlage für die

Aktionäre einen gewissen Anreiz zum Eingehen von Risiken mit sich bringt, nach der Devise „Kopf: wir gewinnen – Zahl: der Verlust belastet nicht nur uns, sondern auch den Inhaber der Stillen Einlage“.

Diesen Vorteilen ständen allerdings gravierende Nachteile gegenüber:

- Der Bund verliert die relative Sicherheit des Stillen Gesellschafters und nimmt voll an den Risiken der Aktien teil, Kursrisiken ebenso wie Verlustrisiken.
- Der Bund verliert den Anspruch auf eine privilegierte Gewinnbeteiligung.
- Der Bund verliert seine Vorrangstellung gegenüber den Aktionären im Fall einer Abwicklung der Bank.

In diesem Zusammenhang stellt sich auch die Frage nach der Rolle des Staates in der Marktwirtschaft. Ist es marktwirtschaftlich vertretbar, wenn der Bund die mit einem Aktienbesitz an Banken verbundenen Mitwirkungsrechte bei diesen Banken innehat und auch wahrnimmt? In den Überlegungen des Expertenrats hat diese Frage nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Zum einen hat die ordnungspolitisch relevante Intervention bereits stattgefunden, als der Bund – aus wohlerwogenen Gründen – zur Rettung der Banken in das Wirtschaftsgeschehen eingriff. Wenn derjenige, der den Instituten neues Eigenkapital zugeführt hat, dann auch Entscheidungskompetenzen wahrnimmt, erscheint dies ohne weiteres vertretbar. Zum anderen bestehen Möglichkeiten, etwa durch eine Delegation von Mitwirkungsrechten an eine Institution wie die KfW, die Wahrnehmung von Mitwirkungsrechten zu entpolitisieren, so dass die betroffenen Institute als private Banken geführt werden und die vollständige Reprivatisierung durch den Verkauf der Aktien des Bundes alsbald ins Auge gefasst werden kann.

#### IV.7 Nachweise

- Aareal Bank*, Nahaufnahme, Geschäftsbericht Aareal Bank Konzern 2009, [http://www.aareal-bank.com/fileadmin/DAM\\_Content/IR/Finanzberichte/2009/091231\\_gb\\_de.pdf](http://www.aareal-bank.com/fileadmin/DAM_Content/IR/Finanzberichte/2009/091231_gb_de.pdf).
- Bundesfinanzministerium*, Glossar – Basel III, [http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_88146/DE/BMF\\_Startseite/Service/Glossar/B/022\\_Basel\\_III.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_88146/DE/BMF_Startseite/Service/Glossar/B/022_Basel_III.html).
- Deutsche Pfandbriefbank*, Geschäftsbericht 2009, [http://www.pfandbriefbank.com/fileadmin/-user\\_upload/downloads/investor\\_relations/reports/GB09\\_pbb\\_Einzelabschluss\\_10\\_03\\_25\\_GL.pdf](http://www.pfandbriefbank.com/fileadmin/-user_upload/downloads/investor_relations/reports/GB09_pbb_Einzelabschluss_10_03_25_GL.pdf).
- Erste Abwicklungsanstalt*, Unternehmenswebseite, <http://www.aal.de/>.
- FAZ vom 4.11.2008, Nr. 258, S. 1, „Commerzbank nimmt Rettungspaket in Anspruch – Eigenkapital um 8,2 Milliarden Euro erhöht/Auch WestLB und HSH Nordbank bedürftig“.
- FAZ vom 22.1.2009, Nr. 18, S.15, „Zerschlagung soll Hypo Real Estate retten“.
- FAZ vom 8.5.2009, Nr. 106, S. 15, „Brüssel verordnet Commerzbank Schrumpfkur“.
- FAZ vom 18.5.2009, Nr. 114, S. 1, „Commerzbankaktionäre billigen Staatseinstieg“.
- FAZ vom 10.9.2009, Nr. 210, S. 21, „Commerzbank gibt restliche Garantien zurück – Verzichtet auf Bürgschaftsrahmen über 5 Milliarden Euro/Blankfein für Boni-Regeln“.
- FAZ vom 6.11.2009, Nr. 258, S. 15, „Neue Milliarden für die HRE“.
- FAZ.NET vom 28.6.2010, „Aareal Bank beginnt mit Rückzahlung“.
- Frühauß*, Bund stützt Aareal Bank mit 4,5 Milliarden Euro, FAZ.NET vom 16.2.2009.
- Hypo Real Estate Group*, Geschäftsbericht 2009, [http://www.hyporealestate.com/pdf/-GB09\\_HRE\\_10\\_03\\_29\\_11\\_40\\_GL.pdf](http://www.hyporealestate.com/pdf/-GB09_HRE_10_03_29_11_40_GL.pdf).
- Hypo Real Estate Holding*, Geschäftsbericht 2009.
- Pressemitteilung SoFFin vom 4.11.2009, „HRE – SoFFin beschließt Kapitalerhöhung um 3 Mrd. Euro“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 26.11.2009, „SoFFin unterstützt WestLB“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 14.12.2009, „Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung errichtet Abwicklungsanstalt der WestLB“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 21.12.2009, „SoFFin löst Liquiditätsfazilität ab – Restrukturierung der HRE schreitet voran“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 28.5.2010, „Garantierahmen der HRE wird um 10 Mrd. Euro reaktiviert – Restrukturierung schreitet voran“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 8.7.2010, „FMS Wertmanagement – Abwicklungsanstalt der Hypo Real Estate (HRE) gegründet“.

## V. Ausstiegsmöglichkeiten bei einzelnen Instituten

### V.1 Commerzbank AG

#### V.1.1 Rahmenbedingungen

##### 1.1.1 Beteiligungen<sup>214</sup>

- ca. 52 % institutionelle Investoren
- 25 % + 1 Aktie Bund
- > 10 % Allianz
- ca. 8 % private Investoren
- < 5 % Generali

##### 1.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen

Die Commerzbank hat während der Finanzkrise Unterstützung des Staates in verschiedenen Formen in Anspruch genommen.

Zum einen gewährte der SoFFin ihr einen *Garantierahmen* von bis zu 15 Mrd. Euro für Inhaberschuldverschreibungen mit Laufzeiten von nicht mehr als 36 Monaten, die bis zum 31.12.2009 begeben würden.<sup>215</sup> Für die Garantien erhebt der SoFFin Gebühren. Bei Laufzeiten der Schuldverschreibungen von einem Jahr oder weniger belaufen sich die Gebühren auf 0,5 % des ausstehenden Betrags pro Jahr, bei längeren Laufzeiten auf 0,95 des ausstehenden Betrags pro Jahr. Darüber erhebt der SoFFin eine Bereitstellungsgebühr in Höhe von 0,1 % des nicht in Anspruch genommenen Betrags pro Jahr. Am 8.1.2009 emittierte die Commerzbank eine vom SoFFin garantierte Anleihe in Höhe von insgesamt 5 Mrd. Euro; der Kupon dieser Anleihe liegt bei 2,75 %, die Laufzeit geht bis zum 13.1.2012. Der verbleibende Garantierahmen im Umfang von 10 Mrd. Euro wurde nicht in Anspruch genommen; im 3. Quartal 2009 erklärte die Commerzbank, dass sie darauf verzichte.<sup>216</sup>

Zum anderen erhielt die Commerzbank Mittel des Bundes zur Rekapitalisierung. Der weit überwiegende Teil dieser Mittel nahm die Form einer *Stillen Einlage*. Am 31.12.2008 erhielt die Commerzbank eine Stille Einlage in Höhe von 8,2 Mrd. Euro,<sup>217</sup> am 3.6.2009 eine weitere Stille Einlage in Höhe von weiteren 8,2 Mrd. Euro.<sup>218</sup> Aus diesen Stillen Einlagen hat der Bund einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung. Diese umfasst eine Festzinskomponente in Höhe von 9 % p.a. und eine dividendenabhängige Zusatzvergütung in Höhe von 0,01 % je rd. 5,9 Mio. Euro Bardividende. Die Gewinnbeteiligung entfällt, wenn in dem betreffenden Jahr nach HGB kein Gewinn erwirtschaftet wurde.

---

<sup>214</sup> Unternehmenswebseite, abrufbar unter [https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/aktie/-die\\_290\\_000\\_aktion\\_re\\_der\\_commerzbank/aktionaere.html](https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/aktie/-die_290_000_aktion_re_der_commerzbank/aktionaere.html).

<sup>215</sup> FAZ vom 4.11.2008, Nr. 258, S. 11, „8,2 Milliarden Staatshilfe für die Commerzbank“.

<sup>216</sup> *Commerzbank*, Geschäftsbericht 2009, S. 81; FAZ vom 10.9.2009, Nr. 210, S. 21, „Commerzbank gibt restliche Garantien zurück - Verzichtet auf Bürgschaftsrahmen über 5 Milliarden Euro/Blankfein für Boni-Regeln“.

<sup>217</sup> FAZ vom 4.11.2008, Nr. 258, S. 11, „8,2 Milliarden Staatshilfe für die Commerzbank“.

<sup>218</sup> Vgl. *Commerzbank*, Geschäftsbericht 2009, S. 78; 81 f.; FAZ vom 24.2.2010, Nr. 46, S. 11, „Commerzbank findet nicht aus der Krise – 4,5 Milliarden Euro Verlust im Jahr 2009/Hohe Abschreibungen auf Kredite und strukturierte Wertpapiere“.

Neben der Stillen Einlage erwarb der Bund auch einen *Anteil am Aktienkapital* der Commerzbank.<sup>219</sup> Am 4.6.2009 erwarb der SoFFin für knapp 1,8 Mrd. Euro eine Beteiligung von 25 % und einer Aktie, rund 295 Mio. Aktien zu einem Preis von 6 Euro pro Aktie. Er besitzt damit eine Sperrminorität.

Am 13.1.2011 kündigte die Commerzbank AG an, dass durch Gesellschaften des Commerzbank-Konzerns begebene hybride Eigenmittelinstrumente (Trust Preferred Securities) als Sacheinlage gegen aus genehmigtem Kapital der Commerzbank zu begebende Aktien eingebracht werden sollen.<sup>220</sup>

In diesem Zusammenhang wurde eine Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage um 10% minus eine Aktie (entsprechend maximal 118.135.291 Aktien) des gegenwärtigen Grundkapitals der Commerzbank aus genehmigtem Kapital durchgeführt.<sup>221</sup> Aktien wurden zu einem Kurs von 5,30 Euro platziert und brachten somit einen Kapitalzufluss in Höhe von ca. 626 Mio. Euro. Im Zuge der Transaktion wandelt der SoFFin einen Teil seiner Stillen Einlage, um seine Sperrminorität von 25% plus eine Aktie beizubehalten. Dadurch werden ca. 220 Mio. Euro an Stiller Einlage in Aktien gewandelt und somit zusätzlich ca. 39,4 Mio. Aktien geschaffen.<sup>222</sup> Aus der Ablösung der Hybridinstrumente wird voraussichtlich ein Buchgewinn nach IFRS Höhe von ca. 300 Mio. Euro erwartet.<sup>223</sup>

### **1.1.3 Beihilfeverfahren bei der Europäischen Kommission**

Die Europäische Kommission erklärte die Stützungsmaßnahmen des SoFFin für die Commerzbank am 7.5.2009<sup>224</sup> für mit dem Gemeinsamen Markt vereinbar. Die Erklärung steht unter dem Vorbehalt der Erfüllung verschiedener Auflagen. So muss eine Umstrukturierung der Commerzbank durchgeführt werden, um deren langfristige Überlebensfähigkeit sicherzustellen und Benachteiligungen anderer Banken zu verhindern. Außerdem muss die Commerzbank mehrere Geschäftsfelder aufgeben: Sie muss insbesondere ihre in der Immobilienfinanzierung tätige Tochter Eurohypo veräußern. Sie darf auch in den folgenden 3 Jahren keine anderen Finanzinstitute oder sonstigen potentiellen Konkurrenten übernehmen. Ferner muss sie ihre Bilanzsumme, die zum 31.12.2008 bei etwa 1.100 Mrd. Euro lag, bis 2012 auf etwa 900 Mrd. Euro reduzieren. Darüber hinaus darf sie keine Zinsen auf Hybridkapital zahlen und in Geschäftsfeldern oder Produktgruppen, in denen sie einen Marktanteil von über 5 % hat, keine günstigeren Konditionen als ihre Wettbewerber anbieten.

## **V.1.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligungen: Grundsätzliches**

### **1.2.1 Zur Geschäftstätigkeit der Commerzbank**

Die Commerzbank wird von alters her zur Gruppe der Großbanken gerechnet. Nach der Übernahme der Dresdner Bank ist sie die zweitgrößte Bank in Deutschland, mit einigem

---

<sup>219</sup> *Commerzbank*, Geschäftsbericht 2009, S. 71; FAZ vom 18.5.2009, Nr. 114, S. 14, „Commerzbank-Aktionäre billigen Staatseinstieg – Herbe Kritik an Übernahme der Dresdner Bank/Investmentbanker wollen Boni einklagen“.

<sup>220</sup> Vgl. Pressemeldung der Commerzbank am 13.1.2011, abrufbar unter [https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten\\_1/2011\\_6/ir\\_nachrichten\\_detail\\_11\\_2915.html](https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten_1/2011_6/ir_nachrichten_detail_11_2915.html).

<sup>221</sup> Die Platzierung der Aktien erfolgte unter dem Vorbehalt, dass die Sachkapitalerhöhung der Commerzbank durchgeführt wird. Die dafür erforderlichen Beschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat der Commerzbank - auch bezüglich des endgültigen Volumens – wurden am 21. Januar 2011 gefasst.

<sup>222</sup> Vgl. Pressemeldung der Commerzbank am 13.1.2011 abrufbar unter [https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten\\_1/2011\\_6/ir\\_nachrichten\\_detail\\_11\\_2905.html](https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten_1/2011_6/ir_nachrichten_detail_11_2905.html).

<sup>223</sup> Vgl. Research Report der Deutschen Bank vom 13.1.2011: 2011: Year of recapitalisation.

<sup>224</sup> Kommission, Entscheidung vom 7.5.2009, K (2009) 3708 endgültig in der Sache N 244/2009 *Commerzbank – Deutschland*.

Abstand hinter der Deutschen Bank. Dass sie in der Krise auf Staatshilfe angewiesen war, war vor allem dieser Übernahme und den Problemen der Dresdner Bank selbst geschuldet.

### **1.2.1.1. Geschäftsmodell**

Die Commerzbank selbst beschreibt ihre derzeitige Strategie mit den Worten *Fokussierung, Optimierung, Reduzierung*.<sup>225</sup> Zur *Fokussierung* gehört die Konzentration der Tätigkeit in der Kernbank mit den Bereichen Mittelstandsbank, Privatkunden, Corporates & Markets sowie Central and Eastern Europe. Die Integration der Dresdner Bank ist ein wesentlicher Bestandteil und eine wesentliche Aufgabe dieser Fokussierung. Zur *Optimierung* gehört die Redimensionierung des grundschuldbesicherten Kreditgeschäfts, insbesondere durch eine Reduktion der Geschäftsaktivitäten der Eurohypo. Dadurch soll der Verkauf der Eurohypo erleichtert werden. Der Kern des Geschäfts mit gewerblichen Immobilienkrediten (Commercial Real Estate) soll erhalten bleiben. Das Staatsfinanzierungsgeschäft (Public Finance) soll zurückgeführt werden. Unter dem Motto *Reduzierung* schließlich sollen bestimmte schon ausgesonderte Portefeuilles in den Bereichen Strukturierte Kreditprodukte, Exotic Credit sowie Kredit-Eigenhandel wertmaximierend abgebaut werden.

### **1.2.1.2 Einschätzung des Expertenrats**

Nach Auffassung des Expertenrats sollte das skizzierte Geschäftsmodell der Commerzbank grundsätzlich eine profitable Geschäftstätigkeit ermöglichen. Bei der Fokussierung auf die Kernbank sollten die Stärken der Commerzbank bei der Mittelstandsfinanzierung zum Tragen kommen. Das könnte zu einer größeren Stabilität der Erträge führen.

Nach Einschätzung des Expertenrats bestehen daher gute Aussichten dafür, dass die Commerzbank auf mittlere Sicht auch wieder ohne staatliche Unterstützung im Markt tätig sein kann. Das eröffnet die Möglichkeit, dass der Bund im Rahmen des Ausstiegs die Stille Einlage zurückerhält.

Ob und in welchem Zeitraum dies gelingt, hängt allerdings von der weiteren Entwicklung der Finanzmärkte ab. Wenn die ab 2009 eingetretene Beruhigung sich fortsetzt, kann man über die Aussichten optimistisch sein. Wenn sich allerdings die 2010 eingetretene Krise der Staatsfinanzierungen im Euroraum weiter verschärft oder wenn die Finanzmärkte aus anderen Gründen wieder in eine Krise kommen, so wird man die Zukunftsaussichten der Commerzbank neu überdenken müssen. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Commerzbank ein bedeutendes Portefeuille an Staatsanleihen hält, darunter ca. 26,5 Mrd. an Papieren aus Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien.<sup>226</sup> Weitere Risiken bestehen im Bereich Schiffsfinanzierungen, wo die Commerzbank stark engagiert ist; hier kommt es darauf an, wie nachhaltig die 2010 eingetretene Erholung der Frachtraten sein wird. Offen ist derzeit auch, in welchem Maß noch weitere Abschreibungen bei Eurohypo und weitere Restrukturierungsaufwendungen bei der Integration der Dresdner Bank anfallen werden.

Für die ersten neun Monate 2010 hat die Commerzbank ein operatives Ergebnis von 1,1 Mrd. Euro nach IFRS bekannt gegeben und rechnet nun für das Gesamtjahr „mit einem

---

<sup>225</sup> Z.B. Presse- & Analystenkonferenz vom 8.5.2009, „Die neue Commerzbank; Roadmap 2012: Fokussierung, Optimierung, Reduzierung“, abrufbar unter [https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/vortrag/2009/-090508\\_Blessing\\_deutsch\\_final.pdf](https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/vortrag/2009/-090508_Blessing_deutsch_final.pdf).

<sup>226</sup> Ende des ersten Quartals 2010, siehe *Nissen*, Dow Jones Deutschland vom 6.5.2010, abrufbar unter <http://www.dowjones.de/site/2010/05/commerzbank-hat-265-mrd-eur-in-kritische-eu-1%C3%A4nder-investiert.-html>.

Konzernergebnis nach IFRS von mindestens 1 Milliarde Euro“.<sup>227</sup> Jedoch teilte sie weiter mit, dass zum 31.12.2010 eine erhebliche Abschreibung auf den Wert der Eurohypo erforderlich sein wird. Diese Abschreibung, für die eine Größenordnung von 1 Mrd. Euro genannt wurde, wird das Jahresergebnis nach HGB entsprechend drücken. Soweit es zu einem Jahresfehlbetrag nach HGB kommt, wird die Gewinnbeteiligung des Bundes auf die Stille Einlage entfallen.

### 1.2.2 Eigenkapitalanforderungen und Bundesbeteiligungen

Bei einer Rückführung der Bundesbeteiligung ist darauf zu achten, dass die Bank nicht in Konflikt mit den Eigenkapitalanforderungen kommt, die von der Bankenaufsicht oder den Anlegern in den Märkten, in denen die Commerzbank sich refinanziert, erhoben werden. Dabei sind die von den Märkten gestellten Anforderungen seit einiger Zeit härter als die von der Aufsicht gestellten Anforderungen. Im Zentrum der Aufmerksamkeit steht das sogenannte Kernkapital (*Core Tier 1 Capital*).

Aufsichtsrechtlich wird derzeit verlangt, dass Kernkapital und Ergänzungskapital (*Tier 1 + Tier 2 Capital*) zusammen mindestens 8 % der „risikotragenden Anlagen“ (*risk weighted assets – RWA*) ausmachen; dabei darf der Wert der als Ergänzungskapital Klasse 2 (*Tier 2 Capital*) erfassten nachrangigen Hybrid-Titel nicht größer sein als der Wert von Kernkapital und Ergänzungskapital Klasse 1 (*Tier 1 Capital*). Letzterer muss also mindestens 4 % der RWA ausmachen, davon mindestens 2,5 % Kernkapital (*Core Tier 1 Capital*).<sup>228</sup> Aufgrund der von den Anlegern in den Märkten gestellten Anforderungen setzt sich die Bank selbst allerdings einen Wert von 8 % der RWA als Untergrenze für das Kernkapital.

Am Ende des dritten Quartals 2010 betragen die risikotragenden Anlagen laut Zwischenbericht der Commerzbank 280 Mrd. Euro (bei einer Bilanzsumme von insgesamt 848 Mrd. Euro). *Tier 1 Capital* betrug 31,4 Mrd. Euro, d.h. 11,2 % der RWA. Kernkapital (*Core Tier 1 Capital*) betrug 27,6 Mrd. Euro, d.h. 9,9 % der RWA. Insofern besteht ein deutlicher Abstand zu den Mindestanforderungen der Aufsicht, ein etwas weniger deutlicher Abstand zu der selbst gesetzten Untergrenze von 8 %.

Dem Kernkapital werden das eigentliche harte Eigenkapital<sup>229</sup> der Bank sowie die Stille Einlage des Bundes zugerechnet. Das harte Eigenkapital beläuft sich vor Durchführung der am 13.1.2011 angekündigten Kapitalmaßnahme – einschließlich der Bundesbeteiligung von 25 % und einer Aktie – auf 11,2 Mrd. Euro, die Stille Einlage auf 16,4 Mrd. Euro. Zusammengenommen belaufen sich die SoFFin-Beteiligungen auf insgesamt 18,2 Mrd. Euro. Sie machen somit einen ganz erheblichen Teil des Kernkapitals der Commerzbank aus. Ohne diese Beteiligungen läge das Verhältnis von *Core Tier 1 Capital* zu RWA nur bei rund 3,4 %. Die derzeitigen Anforderungen der Aufsicht wären damit gerade noch erfüllt, die Anforderungen der Märkte jedoch nicht.

Die Beteiligung des Bundes fällt noch stärker ins Gewicht, wenn man statt des Bilanzwerts des harten Eigenkapitals den Marktwert betrachtet. Beim Kurs vom 31.12.2010 (5,55 Euro

---

<sup>227</sup> Für das dritte Quartal lag das Ergebnis mit 116 Millionen Euro allerdings deutlich niedriger als in den ersten beiden Quartalen.

<sup>228</sup> Aufgrund der Neufassung des Baseler Abkommens („Basel III“) werden diese Mindestgrenzen auf 8,5 % für *Tier 1 Capital* und auf 7 % für Kernkapital ansteigen. Vgl. *Basel Committee on Banking Supervision*, Document 189, A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements, Dezember 2010, abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.

<sup>229</sup> Gezeichnetes Eigenkapital, Kapitalrücklagen und Gewinnrücklagen zuzüglich gewisser positiver und abzüglich gewisser negativer Bewertungsreserven.

pro Aktie) liegt der Marktwert bei ca. 6,6 Mrd. Euro, deutlich unter dem Bilanzwert von 10,9 Mrd. Euro.

Die vereinbarten Änderungen des Basler Abkommens („Basel III“) betreffen die Höhe des Kernkapitals und die Anrechenbarkeit einzelner Titel als Komponenten des Kernkapitals. Zum einen werden die Mindestgrenzen für Tier 1 Capital auf 8,5 % der RWA und für Kernkapital auf 7 % der RWA erhöht. Zum anderen werden bestimmte Titel nicht mehr als Teile des Kernkapitals anerkannt; dies betrifft insbesondere die Stillen Einlagen. Für diese gilt, da sie als Staatshilfe in der Finanzkrise gewährt wurden, eine Übergangsfrist bis 2018; danach werden sie von der Aufsicht nicht mehr als Kernkapital anerkannt.

Insofern die Anleger in den Märkten sich an den Definitionen und Regeln der Aufsicht orientieren, wird diese Änderung auch die Erwartungen der Marktteilnehmer an die Eigenkapitalausstattung der Bank betreffen. Um auch nach Ablauf der Übergangsfrist eine Kernkapitalquote von 8 % oder mehr aufzuweisen, wird es nötig sein, das harte Eigenkapital deutlich zu erhöhen.

Die am 13.1.2011 angekündigten Kapitalmaßnahmen bringen nach ihrer Durchführung gegenüber den genannten Werten die folgenden Veränderungen in Bezug auf das Core Tier 1 Capital:

1. Erhöhung des Grundkapitals um ca. 626 Mio. Euro durch die Kapitalerhöhung
2. Erhöhung des Grundkapitals um ca. 208 Mio. Euro durch Wandlung eines Teils der stillen Einlage zur Wahrung der Sperrminorität des SoFFin
3. Buchgewinn nach IFRS in Höhe von ca. 300 Mio. Euro

Insgesamt stärkt die Commerzbank damit ihr Core Tier 1 ratio also um ca 1,1 Mrd. Euro, was zu einer Erhöhung des Core Tier 1 ratio von ca 0,3 bis 0,4 Prozentpunkten führt.

### **V.1.3 Ausstiegsoptionen**

#### **1.3.1 Priorität für die Rückführung der Stillen Einlage**

Bei der Analyse der Rückführungsmöglichkeiten ist es sinnvoll, zwischen der Stillen Einlage und der Aktienbeteiligung zu unterscheiden. Eine Rückführung der Aktienbeteiligung durch Verkauf an einen Dritten hat keinerlei Rückwirkungen auf Eigenkapital oder Liquidität der Bank. Hier ist allenfalls zu bedenken, dass die mit den Aktien verbundenen Mitwirkungsrechte dem Bund einen gewissen Schutz seiner Gesamtposition, einschließlich der Stillen Einlage, geben. Ansonsten kommt es vor allem auf Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft des Marktes für die Aktien an.

Bei der Stillen Einlage dagegen erscheint dem Expertenrat ein Verkauf an einen Dritten als wenig realistisch, es sei denn, der Bund wäre bereit, einen erheblichen Preisabschlag zu akzeptieren. Deshalb geht der Expertenrat im Folgenden davon aus, dass die Rückführung eine Ablösung von Seiten der Bank erfordert. Dabei stellt sich die Frage, ob bzw. inwiefern die Bank eine solche Ablösung vornehmen kann, ohne gegen die von der Aufsicht und den Märkten gesetzten Anforderungen an Eigenkapital und Liquidität zu verstoßen. Es stellt sich auch die Frage, ob bzw. inwiefern die Entscheidungsgremien der Bank zur Mitwirkung bereit sind.

Der Expertenrat empfiehlt dem Bund, die Rückführung der Stillen Einlage mit Priorität anzugehen. Die Rückführung der Aktienbeteiligung sollte erst dann erfolgen, wenn die Stille Einlage weitgehend zurückgeführt, ggf. auch gewandelt, worden ist. Diese Empfehlung

beruht auf der Einschätzung, dass die Aktienbeteiligung von 25 % und einer Aktie dem Bund die Möglichkeit gibt, bei etwaigen Hauptversammlungsentscheidungen mitzuwirken, die für die Rückführung der Stillen Einlage erforderlich sind. Auf diese Möglichkeit sollte der Bund nicht im Vorhinein verzichten. Ist die Stille Einlage dann zurückgeführt worden, so ist der Bund auf die Mitwirkungsrechte der Aktienbeteiligung nicht mehr angewiesen.

Für die empfohlene Priorisierung einer Rückführung der Stillen Einlage spricht auch das fiskalische Interesse des Bundes. Aus Sicht der Aktionäre bedeutet die Stille Einlage mit ihren bevorrechtigten Ansprüchen an etwaige Gewinnausschüttungen eine Belastung. Solange diese Belastung besteht und solange nicht klar ist, wie weiter damit verfahren wird, drückt diese Belastung die Aktienkurse. Insofern besteht eine gewisse Aussicht, dass die Kurse nach einer Rückführung der Stillen Einlage ansteigen. Bei einem Verkauf der Aktien *nach* Rückführung der Stillen Einlage würde der Bund an dieser Entwicklung teilhaben.

Nach den Verträgen über die Stille Einlage hat der Bund kein Kündigungsrecht für die Stille Einlage. Die Bank hat ein Kündigungsrecht, jedoch wird eine Kündigung frühestens fünf Jahre nach Vertragsbeginn wirksam, bei der ersten Tranche von 8,2 Mrd. Euro also am 31.12. 2013. Beides, die Unkündbarkeit durch den Inhaber der Stillen Einlage und die Frist von fünf Jahren bis zur Kündbarkeit durch die Bank, sind aufsichtsrechtliche Bedingungen für die Anrechenbarkeit der Stillen Einlage als Kernkapital im Rahmen der derzeit geltenden Regeln. Gleichwohl sollte bei Einigkeit der Parteien eine Rückführung der Stillen Einlage auch vor der gesetzten Frist möglich sein, sofern die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen erfüllt bleiben und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zustimmt.

Im Übrigen empfiehlt der Expertenrat, dass der Bund sich mit dem Vorstand der Commerzbank auf eine Gesamtstrategie zur Rückführung der Stillen Einlage verständigt. Auch wenn der Bund keinen Anspruch darauf hat, dürfte eine solche Verständigung gleichwohl im Interesse der Bank liegen, denn sie bietet Vorstand und Aktionären Klarheit über die Ablösung der mit der Stillen Einlage verbundenen Belastungen. Dies gilt umso mehr, als die Stille Einlage des Bundes ab 2018 nicht mehr zum Kernkapital gehört und spätestens dann eine Alternative gefunden sein muss.

Im Folgenden werden verschiedene Möglichkeiten für die Rückführung der Stillen Einlage bei der Commerzbank diskutiert. Von den in Kapitel IV diskutierten Möglichkeiten sind bei der Commerzbank vor allem die Rückführung aus eigenen Mitteln und die Rückführung nach einer Barkapitalerhöhung von Bedeutung. Natürlich können diese beiden Formen der Rückführung auch kombiniert werden, so dass nicht eine allein den noch bestehenden vollen Betrag der Stillen Einlage erbringen muss.

### **1.3.2 Ausstiegsoptionen 1: Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln**

Bei der Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln ist zu unterscheiden zwischen der Rückführung aus bereits vorhandenen Mitteln und der Rückführung aus in Zukunft anfallenden Gewinnen. In jedem Fall kommt es darauf an, dass die Eigenkapitalausstattung der Bank nicht unter die von der Aufsicht und den Anlegern in den Märkten gesetzten Grenzen fällt.

Nach Durchführung der am 13.1.2011 angekündigten Kapitalmaßnahme wird die Kernkapitalquote der Commerzbank – unter sonst gleichen Bedingungen (vgl. oben V.1.2.2) - bei 10,2 bis 10,3 % liegen.<sup>230</sup> Nach Basel III wird die aufsichtsrechtlich geforderte Quote auf 7 % ansteigen. Dabei ist noch unklar, ob die Commerzbank als systemrelevante Bank

---

<sup>230</sup> Vgl. Abschnitt V.1.2.2.

behandelt werden wird, für die eine noch höhere Quote erforderlich sein könnte. Die Commerzbank selbst nennt ein adäquates Niveau von mindestens 8 %. Im Rahmen der Gespräche, die der Expertenrat mit Dritten geführt hat, wurde geäußert, dass die Anleger im Markt eine etwas höhere Kernkapitalquote fordern dürften. Unterstellt man eine vom Markt geforderte Kernkapitalquote von 8 bis 9 %, so ergibt sich bei RWA von derzeit 280 Mrd. Euro ein Kernkapitalbedarf von insgesamt 22 bis 25 Mrd. Euro. Bei einer Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln ist darauf zu achten, dass dieser Bedarf nicht unterschritten wird, zumindest, sofern die risikotragenden Anlagen (RWA) sich nicht wesentlich ändern.

Natürlich hängt der Kernkapitalbedarf von der Entwicklung der risikotragenden Anlagen ab. Eine Reduktion der risikotragenden Anlagen würde den Kernkapitalbedarf mindern und zusätzliche Spielräume für eine Rückführung aus eigenen Mitteln schaffen. Einer solchen Reduktion sind aber auch Grenzen gesetzt, wenn das Geschäftsmodell der Bank nicht gefährdet werden soll.

In diesem Zusammenhang ist die Eurohypo ein wesentlicher Unsicherheitsfaktor. Nach der Auflage der Europäischen Kommission muss die Eurohypo bis spätestens 2014 veräußert werden. Ein Verkauf der Eurohypo würde die RWA, mithin auch den Kernkapitalbedarf, deutlich reduzieren. Sollte der Verkaufspreis allerdings unter dem Buchwert liegen, so ginge die erforderliche Abschreibung unmittelbar zu Lasten des Eigenkapitals. Der Nettoeffekt für die Möglichkeiten einer Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln ist derzeit nicht abzuschätzen.

In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Refinanzierung der Eurohypo, insbesondere die im Hinblick auf die Überdeckung der Pfandbriefe erforderliche ungesicherte Refinanzierung, derzeit in erheblichem Maße von der Commerzbank selbst erbracht wird. Wird die Eurohypo an einen Dritten verkauft, so müsste dieser andere Refinanzierungsquellen erschließen und die Verbindlichkeiten der Eurohypo gegenüber der Commerzbank ablösen, denn in Anbetracht der Vorschriften zur Begrenzung von Klumpenrisiken könnte die Commerzbank selbst der Eurohypo dann nicht mehr Kredite in der bisherigen Größenordnung geben. Dieser Umstand belastet die Möglichkeiten für einen Verkauf der Eurohypo. Eine weitere Belastung dürfte sich daraus ergeben, dass die Krise der Staatsfinanzen im Euro-Raum auch Zweifel bezüglich der im Portefeuille der Eurohypo enthaltenen Staatsobligationen begründet. Auf die Abhängigkeit der Ausstiegsstrategien von der weiteren Entwicklung der Finanzmärkte wurde bereits hingewiesen.

Die im vorstehenden Abschnitt angesprochenen Probleme des Umgangs mit der Eurohypo lassen sich reduzieren, wenn geeignete Vermögenswerte aus der Eurohypo herausgenommen und auf die Commerzbank selbst übertragen werden, so dass der Refinanzierungsbedarf der Eurohypo sich verringert. Dies betrifft insbesondere Vermögenswerte, die nicht zur Deckung von Pfandbriefen dienen.

Sollte bis zu der von der Kommission gesetzten äußersten Frist kein Käufer gefunden werden, der einen akzeptablen Preis bietet, so sollte versucht werden, die Zustimmung der Europäischen Kommission zu einer Abwicklungslösung für die Eurohypo zu erhalten. Bei einer Abwicklungslösung würden die RWA der Commerzbank sehr viel langsamer zurückgehen. Bei geduldiger Abwicklung wäre aber auch das Risiko weiterer Abschreibungen geringer.

### 1.3.2.1 Rückführung aus vorhandenen Mitteln

Die Commerzbank hatte, wie erwähnt, zum 30.9.2010 eine Kernkapitalquote von 9,9 %. Geht man von einer Zielgröße von 8 bis 9 % aus, so ergäbe sich bei diesem Stand und RWA in einer Größenordnung von 280 Mrd. Euro ein Spielraum von 2,5 bis 5 Mrd. Euro (0,9 % bis 1,9 % von 280 Mrd. Euro), um den das Kernkapital gesenkt werden könnte, ohne die Zielgröße zu verfehlen. Durch die am 13.1.2011 angekündigte Kapitalmaßnahme sollte sich dieser Spielraum um rund 1 Mrd. Euro erhöhen. Da eine Rückführung der Kernkapitalquote auf 8 % vom Markt vielleicht kritisch gesehen würde, sollte dieser Spielraum nicht bis zum Maximum von 6 Mrd. Euro ausgenutzt werden. Der Expertenrat hält nach Durchführung dieser Maßnahme eine Rückführung der Stillen Einlage in einer Größenordnung von bis zu 4 Mrd. Euro für unproblematisch.

Eine Rückführung in dieser Größenordnung würde zwar nur einen Bruchteil der Stillen Einlage ablösen, aber auch dies würde die mit der Stillen Einlage verbundenen Lasten für die Bank verringern. Im Übrigen sollte diese Rückführung, wie erwähnt, als Teil eines Gesamtpakets betrachtet werden, bei dem verschiedene Maßnahmen zusammen eine weitgehende Rückführung ermöglichen.

**Ergebnis:** Nach Auffassung des Expertenrats besteht ein gewisser Spielraum für eine teilweise Rückführung der Stillen Einlage aus vorhandenen Mitteln der Bank. Der Expertenrat sieht darin einen geeigneten ersten Schritt im Rahmen eines Gesamtpakets für die Rückführung. Die konkrete Höhe muss die Anforderungen der Aufsicht und der Märkte an das Kernkapital der Bank berücksichtigen. Bei einem Stand der RWA von rund 280 Mrd. Euro sollte aber nach Durchführung der am 13.1.2011 angekündigten Kapitalmaßnahme eine Rückführung in einer Größenordnung von bis zu 4 Mrd. Euro unproblematisch sein.

### 1.3.2.2 Rückführung aus anfallenden Gewinnen

Der Teil des Jahresüberschusses, der in die Gewinnrücklage eingestellt wird, kann zur Rückführung der Stillen Einlage verwandt werden.<sup>231</sup> Der dabei erzielbare Betrag ist aber überschaubar. Die Analystenschätzungen für den Gewinn der Commerzbank in den kommenden Jahren belaufen sich auf durchschnittlich 4 bis 6 Mrd. Euro für die Jahre 2010 – 2013 zusammen. Jedoch ist dieser Betrag zu reduzieren um die Beträge der Zahlungen auf die Stille Einlage des SoFFin, die „ohne Berührung der Gewinn- und Verlustrechnung direkt im Eigenkapital verrechnet“<sup>232</sup> werden. Beim derzeitigen Stand der Stillen Einlage belaufen sich diese Zahlungen auf annähernd 1,5 Mrd. Euro in jedem Jahr, in dem nach HGB ein entsprechender Gewinn ausgewiesen wird. Der für eine Rückführung der Stillen Einlage zur Verfügung stehende Betrag wird ferner reduziert durch etwaige Dividendenzahlungen an die Aktionäre der Commerzbank.

**Ergebnis:** Nach Auffassung des Expertenrats bildet die Rückführung aus thesaurierten Gewinnen eine sinnvolle Ergänzungsmaßnahme im Gesamtkontext der Rückführung der Stillen Einlage. Der Betrag, der auf diese Weise abgelöst werden kann, ist allerdings kaum vorherzusehen. Er hängt von externen Entwicklungen ab, aber auch von der Zinszahlung auf die Stille Einlage und etwaigen Dividendenzahlungen. Jedoch dürfte bis 2013 kaum mehr als ein niedriger einstelliger Milliardenbetrag zur Verfügung stehen. Gleichwohl sollte der Bund darauf dringen, dass die Rückführung der Stillen Einlage bei der Gewinnverwendung der

---

<sup>231</sup> Der bei Durchführung der am 13.1.2011 angekündigten Kapitalmaßnahme anfallende Gewinn ist bereits bei der Berechnung des aus vorhandenen Mitteln zurückführbaren Betrages berücksichtigt worden (hierzu soeben V.1.3.2.1).

<sup>232</sup> *Commerzbank*, Geschäftsbericht 2009, S. 268.

Commerzbank Priorität erhält, so dass über andere Formen der Rückführung geringere Beträge erbracht werden müssen.

### **1.3.3 Ausstiegsoption 2: Rückführung nach Barkapitalerhöhung**

Bei der Rückführung der Stillen Einlage nach einer Barkapitalerhöhung ist zu unterscheiden zwischen einer Barkapitalerhöhung aus bereits genehmigtem Kapital und einer Barkapitalerhöhung über einen Direktbeschluss der Hauptversammlung. Grundsätzliche Aspekte beider Formen der Barkapitalerhöhung werden in Kapitel IV erörtert.

#### **1.3.3.1 Barkapitalerhöhung aus genehmigtem und bedingtem Kapital auf Basis bestehender Ermächtigung der Hauptversammlung**

Durch Hauptversammlungsbeschluss ist der Vorstand der Commerzbank AG ermächtigt, bis zu 590 Mio. Aktien neu auszugeben (genehmigtes Kapital); das entspricht 50 % des derzeitigen Grundkapitals. Hiervon macht der Vorstand mit der am 13.1.2011 angekündigten Maßnahme im Umfang von 118 Mio. Aktien Gebrauch. Danach verbleibt die Möglichkeit zur Ausgabe von etwa 470 Mio. neuen Aktien. Darüber hinaus ist ein bedingtes Kapital von ca. 287 Mio. Aktien zu nennen, das dazu dienen soll, die Sperrminorität des SoFFin gegenüber der mit einer Ausgabe von neuen Aktien verbundenen Verwässerung zu immunisieren. Der SoFFin übt sein Wandlungsrecht in dem zum Erhalt der Sperrminorität erforderlichen Umfang aus, so dass nach Berechnung des Expertenrats ein bedingtes Kapital in der Größenordnung von 250 Mio. Aktien verbleibt.<sup>233</sup>

Wie viel frisches Kapital die Bank aufgrund der verbleibenden Ermächtigung erhalten kann, hängt vom Aktienkurs ab und vom Abschlag auf den Aktienkurs, der bei einer Kapitalerhöhung dieser Größenordnung erforderlich ist. Nach Meinung von Marktbeobachtern müsste die Commerzbank mit Abschlägen gegenüber TERP (*Theoretical ex-rights price* – der theoretische Preis nach Kapitalerhöhung) in einer Größenordnung von 20 – 30 % rechnen. Auf der Grundlage des Kurses vom 31.12.2010 (ca. 5,55 Euro pro Aktie) ergäbe sich demnach ein Erlös von ca. 1,6 - 2 Mrd. Euro aus der Ausgabe der noch verbleibenden genehmigten Aktien. Dieser Betrag stände zur Ablösung der Stillen Einlage zur Verfügung. Bei einem – bei Abschluss dieser gutachterlichen Stellungnahme bestehenden - Kurs von etwa 5,80 Euro könnten diese Werte noch leicht übertroffen werden.

Allerdings kann der SoFFin in diesem Fall auch verlangen, dass er selbst im Umtausch gegen einen entsprechenden Teil der Stillen Einlage weitere Stammaktien aus bedingtem Kapital erhält. Bei rund 470 Mio. neuen Aktien würden knapp 160 Mio. zusätzlicher Aktien benötigt, um die Sperrminorität des SoFFin zu erhalten. Bei einem Aktienkurs von 5,55 Euro entspräche dies einem Wert von ca. 0,9 Mrd. Euro. Setzt man die hier genannten Beträge in Beziehung zu den 10 bis 13 Mrd. Euro Differenz zwischen den oben ermittelten 22 bis 25 Mrd. Euro Kernkapitalbedarf und dem derzeit vorhandenen harten Eigenkapital von rund 12 Mrd. Euro, so wird deutlich, dass die hier zur Diskussion stehenden Beträge nicht ausreichen, den mit dem Wegfall der Stillen Einlage entstehenden Kernkapitalbedarf abzudecken.<sup>234</sup> Gleichwohl sieht der Expertenrat auch hierin einen nützlichen Beitrag zu einer Gesamtstrategie der Rückführung der Stillen Einlage des Bundes.

---

<sup>233</sup> Vgl. zur Ausübung des Wandlungsrechts durch den SoFFin Commerzbank, IR-Nachrichten vom 13.1.2011: Erfolgreiche Platzierung von rund 118 Millionen Aktien der Commerzbank, [https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation-/aktionaeere/service/archive/ir-nachrichten\\_1/2011\\_6/ir\\_nachrichten\\_detail\\_11\\_2905.-html](https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation-/aktionaeere/service/archive/ir-nachrichten_1/2011_6/ir_nachrichten_detail_11_2905.-html).

<sup>234</sup> Vgl. zum Kernkapitalbedarf neben Abschnitt 1.3.2 auch die Darstellung am Ende dieses Abschnitts (1.3.3.1).

Aus Sicht des Bundes hat die Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital aufgrund bestehender Ermächtigung der Hauptversammlung den Vorteil, dass es keines weiteren Hauptversammlungsbeschlusses bedarf. Sie hat für den Bund auch den Vorteil, dass das Erlösrisiko voll bei der Commerzbank liegt. Wenn die Kapitalerhöhung am Markt weniger erbringt als erhofft, so ist der Rückführungsbetrag kleiner; der Bund behält dann einen entsprechend höheren Restbetrag der Stillen Einlage. Dies stellt einen grundlegenden Vorteil gegenüber den im Folgenden noch zu diskutierenden Vorgehensweisen dar, bei denen der Bund selbst Aktien erwirbt und dann den damit verbundenen Risiken ausgesetzt ist.

Allerdings muss bei einer Barkapitalerhöhung auch der Bund sein Aktienengagement erhöhen, wenn er eine Verwässerung seiner Sperrminorität von 25 % und einer Aktie vermeiden will. Die Vor- und Nachteile eines solchen (teilweisen) Umtauschs der Stillen Einlage gegen Aktien sind in Abschnitt IV erörtert worden; im folgenden wird diese Diskussion bei der Ausstiegsoption 3 noch um spezifische Erwägungen zur Commerzbank ergänzt. Ungeachtet dieser grundsätzlichen Erwägungen zu Vor- und Nachteilen eines Umtauschs der Stillen Einlage gegen Aktien ist aber zu empfehlen, dass der Bund bei einer Barkapitalerhöhung von seinem Umtauschrecht Gebrauch macht, um seine Sperrminorität zu bewahren, sofern die Stille Einlage auch nach der entsprechenden Barkapitalerhöhung noch eine nennenswerte Höhe aufweist. Die damit verbundenen Mitwirkungsmöglichkeiten wären wichtig genug, um die mit dem Aktienbesitz verbundenen Nachteile und Risiken aufzuwiegen.

Im Übrigen ist die obige Bemerkung, bei einer Barkapitalerhöhung werde das Kursrisiko von der Commerzbank getragen, nicht so zu verstehen, als ob der Bund dabei keinem Risiko ausgesetzt wäre. Wenn die Kapitalerhöhung am Markt weniger erbringt als erhofft und der Rückführungsbetrag entsprechend kleiner ist, so verzögert sich die Rückführung. Auch ist die Möglichkeit nicht auszuschließen, dass bei schlechter Kursentwicklung die Barkapitalerhöhung überhaupt zurückgestellt werden muss. Im freilich extremen Fall eines Kursrückgangs bis in die Nähe des auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Betrags des Grundkapitals wäre dies schon aus rechtlichen Gründen geboten (§ 9 I AktG). Durch die Verzögerung wiederum vergrößert sich die Abhängigkeit von der weiteren Geschäftsentwicklung und ihren Risiken.

Bei einer Barkapitalerhöhung sind Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft der Märkte zu berücksichtigen. Dazu wird auf die entsprechenden Ausführungen in Kapitel IV verwiesen. Wichtig ist, dass der Markt so weit wie möglich Klarheit über die weitere Entwicklung bekommt. Dies betrifft insbesondere die Strategie zur weiteren Ablösung der Stillen Einlage. Nach den vorstehenden überschlägigen Schätzungen ist abzusehen, dass es nicht möglich sein wird, die Stille Einlage in ihrer noch bestehenden Höhe nur aus bestehenden Mitteln und aus einer Barkapitalerhöhung auf der Grundlage der bestehenden Ermächtigung der Hauptversammlung abzulösen. Nach einer Ablösung von bis zu 4 Mrd. Euro aus bestehenden Mitteln und einer Ablösung von bis zu 2 Mrd. Euro aus einer Barkapitalerhöhung, in Verbindung mit einem Umtausch im Wert von 0,9 Mrd. Euro würde die Stille Einlage sich immer noch auf annähernd 10 Mrd. Euro belaufen und mit ihrer bevorrechtigten Position die Aktionäre belasten, die neu zu gewinnenden ebenso wie die alten. Um zu vermeiden, dass die Aussicht auf diese Belastung den Aktienkurs allzu sehr drückt, ist es wichtig, zu vermitteln, welche Rückführungsstrategie man insgesamt verfolgt und wie die Barkapitalerhöhung sich in diese Strategie einfügt.

Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass auch nach der o.g. Rückführung aus bestehenden Mitteln und nach einer Barkapitalerhöhung eine Stille Einlage in Höhe von ca. 10 Mrd. Euro verbleibt. In diesem Kontext weist der Expertenrat ausdrücklich darauf hin, dass es bei einer

vollständigen Rückführung der Stillen Einlage nicht erforderlich ist, den kompletten Betrag durch hartes Eigenkapital zu ersetzen. Die Höhe des harten Eigenkapitals wurde in Abschnitt 1.3.2. basierend auf RWAs in Höhe von 280 Mrd. Euro und einer Zielkernkapitalquote von 8-9% auf 22-25 Mrd. Euro festgelegt. Dem gegenüber steht ein Kernkapital inklusive aller Stillen Einlagen in Höhe von 27,6 Mrd. Euro per 30.9.2010, welches sich auf Grundlage der am 13.1.2011 angekündigten Kapitalerhöhung um ca 1 Mrd. Euro auf ca. 28,6 Mrd. Euro erhöht. Damit müssten von den etwas mehr als 16 Mrd. Euro Stiller Einlage lediglich ca. 9,5-12,5 Mrd. Euro durch hartes Kernkapital ersetzt werden, um die Zielkernkapitalquote zu erreichen.

### **1.3.3.2 Barkapitalerhöhung durch Kapitalerhöhung gemäß FMStBG oder durch Direktbeschluss**

Weitere Kapitalerhöhungen bedürfen neuer Beschlüsse der Hauptversammlung. Während bei Beschlüssen zur Schaffung genehmigten Kapitals bislang die Volumenbegrenzung des § 202 III 1 AktG zu beachten war, bietet § 7b FMStBG nunmehr die Möglichkeit zu Vorratsbeschlüssen mit grundsätzlich unlimitiertem Volumen. Dies ist von Vorteil, da im Vorhinein nicht abzuschätzen ist, wie viele Aktien ausgegeben werden müssen, um die Stille Einlage vollständig zurückzuführen. Auch bietet dieses Verfahren die Flexibilität, die Ausgabe der Aktien erforderlichenfalls auf mehrere Schritte zu verteilen. Auch in diesem Zusammenhang sind allerdings die obigen Bemerkungen zu Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft der Märkte zu beachten.

Jedoch ist die Beschlussfassung in der Hauptversammlung mit Risiken behaftet. Die 25 % und eine Aktie, die der Bund selbst hält, genügen nicht, um die notwendigen Hauptversammlungsbeschlüsse herbeizuführen. Der Beschluss der Hauptversammlung, mit dem der Vorstand ermächtigt wird, das Grundkapital bis zu einem bestimmten Nennbetrag durch Ausgabe neuer Aktien gegen Einlagen zu erhöhen, bedarf einer Mehrheit der abgegebenen Stimmen (§ 7b I 1 FMStBG). Wird das Bezugsrecht ganz oder teilweise ausgeschlossen, bedarf der Beschluss einer Mehrheit, die mindestens zwei Drittel der abgegebenen Stimmen oder des vertretenen Grundkapitals umfasst; die einfache Mehrheit reicht, wenn die Hälfte des Grundkapitals vertreten ist (§ 7 III 1, 2 FMStBG). In jedem Fall ist der Bund auf die Zustimmung anderer Aktionäre angewiesen.

Als Alternative zu dem 2-stufigen Kapitalerhöhungsverfahren (Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung und anschließende Ausübung durch den Vorstand) wäre auch der Weg über einen Direktbeschluss der Hauptversammlung möglich. Auch auf diesem Weg könnte eine Kapitalerhöhung in einem Umfang von mehr als 50 % des Grundkapitals durchgeführt und so die vollständige Ablösung der Stillen Einlage ermöglicht werden. Da nach § 7b FMStBG nun aber auch bei einer Barkapitalerhöhung auf Basis von genehmigtem Kapital die Volumenbegrenzung wegfällt, ergibt sich aus dem Direktbeschluss kein weiterer Vorteil. Die zuvor geäußerten Erwägungen zu den Fragen der Zustimmung der Hauptversammlung und der Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft der Märkte sind auch hier relevant.

**Ergebnis:** Vor dem Hintergrund, dass die Geschäftsstrategie der Commerzbank grundsätzlich positiv eingeschätzt wird, spielen nach Auffassung des Expertenrats die Möglichkeiten einer Ablösung der Stillen Einlage aus den Erlösen aus einer oder mehreren Barkapitalerhöhungen eine zentrale Rolle bei der Rückführung der Stillen Einlage. Vorab ist die Möglichkeit einer Barkapitalerhöhung auf Basis der bestehenden Ermächtigung der Hauptversammlung ernsthaft zu prüfen. Jedoch muss diese Barkapitalerhöhung den Anlegern als Teil einer schlüssigen Gesamtstrategie vermittelt werden, erforderlichenfalls unter Einschluss weiterer, dem Volumen nach nicht begrenzter Kapitalerhöhungen auf Basis neuer Hauptversammlungsbeschlüsse im Rahmen der Möglichkeiten des FMStBG. Bei der Wahl

des Zeitpunkts ist der weiteren Entwicklung der Märkte, einschließlich der Einschätzung der Commerzbank durch die Märkte Rechnung zu tragen. Soweit auch nach der Barkapitalerhöhung und nach Ausschöpfung der Möglichkeiten einer Rückführung aus eigenen Mitteln noch ein beträchtlicher Restbetrag der Stillen Einlage verbleibt, sollte der Bund sich an der Kapitalerhöhung beteiligen, um eine Verwässerung seiner Sperrminorität zu verhindern.

### **1.3.4 Ausstiegsoption 3: Umtausch in Aktien und anschließender Verkauf**

#### **1.3.4.1 Umtausch in Aktien**

Wie in den Abschnitten II und IV dieser gutachterlichen Stellungnahme erläutert, besteht ein Weg zur Rückführung in der vertraglichen Vereinbarung und anschließenden Ausübung eines Rechts des Bundes zum Umtausch der Stillen Einlage gegen neu geschaffene Aktien, die anschließend zu veräußern wären. Zu prinzipiell vergleichbaren Ergebnissen würde der – hier nicht gesondert dargestellte – Weg über eine Einbringung der Stillen Einlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung führen.<sup>235</sup> Beide Verfahren könnten für den vollen Betrag oder für Teilbeträge der Stillen Einlage durchgeführt werden.

Auch hier ist die erforderliche Beschlussfassung in der Hauptversammlung mit Risiken behaftet. Wie bei den vorher angesprochenen Beschlüssen zur Schaffung weiteren genehmigten Kapitals genügen die 25 % und eine Aktie, die der Bund selbst hält, nicht, um diese Beschlüsse herbeizuführen.

Da der Bund im Fall eines in voller Höhe der Stillen Beteiligung erfolgenden Umtauschs zum Mehrheitsaktionär würde, ist die Frage, ob die anderen Aktionäre die Ablösung der mit der Stillen Einlage verbundenen Lasten als angemessenen Gegenwert für die Verwässerung ihrer Anteile ansehen, hier sogar noch kritischer zu sehen. Aus Sicht der anderen Aktionäre wird es auch darauf ankommen, welche Perspektiven der Bund für den weiteren Ausstieg aus seiner Beteiligung, d.h. für den Verkauf seiner Aktien, vermittelt. Aus ihrer Sicht ist es problematisch, wenn diesbezüglich keine Transparenz besteht.

Zudem würde es aus dem Blickwinkel der anderen Aktionäre auch darauf ankommen, welche Perspektiven der Bund für den Umgang mit seinen Mitwirkungsrechten vermittelt. In den grundsätzlichen Überlegungen in Kapitel IV wird ausgeführt, dass eine zeitweise Stellung des Bundes als Mehrheitsaktionär einer Großbank unproblematisch ist, wenn eine klare Exit-Strategie vorliegt und im Übrigen die Wahrnehmung von Mitwirkungsrechten entpolitisiert ist. Hierfür wären geeignete Mechanismen festzulegen und den anderen Aktionären glaubhaft zu vermitteln. Ansonsten ist zu befürchten, dass sie die im Zuge eines Umtauschs entstehende Mehrheitsposition des Bundes als Last für die Zukunft ansehen und ablehnen würden.

Im Hinblick auf die Interessenlage des Bundes ist darauf hinzuweisen, dass er nach einer vollständigen Wandlung aufgrund seines erhöhten Aktienanteils stärker an den Risiken der Bank beteiligt wäre. Geht man vom Kurs zum 31.12.2010 von 5,55 Euro pro Aktie aus und unterstellt man, dass der Tausch zu diesem Kurs erfolgt, so würde der Anteil des Bundes an der Commerzbank auf knapp 79 % ansteigen. Mit diesem Anteil nähme er dann am Geschäftserfolg teil.

Mit diesem Anteil wäre er auch dem Risiko von Kursschwankungen in den Märkten ausgesetzt. Dieses Risiko fällt umso stärker ins Gewicht, als es kaum möglich sein wird, ein derart großes Aktienpaket schnell zu verkaufen. Eine marktschonende Veräußerung braucht

---

<sup>235</sup> Hierzu und zu den anderen möglichen Gestaltungen eingehend Abschnitte II.1.2.3.3 und IV.6.

Zeit. Je mehr Zeit gebraucht wird, desto größer ist allerdings das Risiko, dass neue Entwicklungen die Geschäftsergebnisse und den Aktienkurs drücken; natürlich steht dieser Möglichkeit negativer Entwicklungen auch eine Chance positiver Entwicklungen gegenüber. Jedoch ist zu fragen, inwiefern der Bund sich dieser Unsicherheit aussetzen möchte.

#### 1.3.4.2 Veräußerung der Aktien

Die Veräußerung der Aktien würde, wie erwähnt, Zeit in Anspruch nehmen. Grundsätzlich kämen folgende Möglichkeiten in Betracht.

- Veräußerung an einen oder mehrere strategische Investoren: Wenn der Bund das Aktienpaket ganz oder teilweise an einen strategischen Investor aus dem In- oder Ausland veräußert, so besteht die Aussicht, dass er eine Prämie über dem aktuellen Kurs erzielt. Mit dieser Prämie würde der Käufer dafür bezahlen, er mit dem bei einem Kurs von 5,55 Euro pro Aktie zu erwartenden Anteil von knapp 79 % erheblichen Einfluss auf die Bank ausüben kann. Der Expertenrat empfiehlt dem Bund, diese Möglichkeit ernsthaft zu prüfen. Abgesehen davon, dass die Kontrollprämie im fiskalischen Interesse liegt, hätte diese Variante auch den Vorteil, dass die Beteiligung auf einmal verkauft würde. Sie hätte auch den Vorteil, dass die Suche nach dem strategischen Investor und die Verhandlung mit ihm stattfinden könnten, noch ehe der Bund die Stille Einlage in Aktien gewandelt hat. Bei Wandlung nach Abschluss der Verhandlung würden die Aktien unmittelbar veräußert. Auf diese Weise entfielen das Kursrisiko für die Zeit zwischen Wandlung und Aktienverkauf.
- Veräußerung über ein *Public Offering*: Der Bund könnte, wie zu früherer Zeit bei der Privatisierung der Deutschen Telekom AG und der Deutschen Post AG, die Aktien öffentlich zum Verkauf anbieten (*Public Offering*). Bei diesem Verfahren ist allerdings zweifelhaft, ob man die ganze Beteiligung auf einmal platzieren kann. Sollte dies nicht gelingen, so müsste der Bund sich teilweise auf ein längeres Engagement einstellen und die entsprechenden Risiken tragen.
- Verkauf am Markt über *Block Trades* und kontrollierten Verkauf: Schließlich könnte der Bund die Beteiligung über mehrere größere Transaktionen (z.B. Blocktrades) sukzessive abbauen. Dieses Verfahren hätte den Vorteil, dass der Bund selbst das Timing steuern könnte. Er könnte beispielsweise nur dann verkaufen, wenn der Aktienkurs gewisse Schwellenwerte, z.B. den Wandlungskurs überschreitet. Ein solches Verfahren würde vermutlich sicherstellen, dass der Bund die investierten Mittel wieder zurückerhält. Jedoch wäre der Bund dem Risiko ausgesetzt, dass die Veräußerung insgesamt sehr lange dauert. Bei Block Trades besteht auch die Möglichkeit, dass Prämien über dem aktuellen Kurs erzielt werden können; diese dürften allerdings kleiner sein als bei einer Veräußerung des Gesamtpakets.

Natürlich gibt es weitere Veräußerungsmöglichkeiten und Mischformen der dargestellten Varianten. Der Expertenrat sieht sich nicht in der Lage, eine der exemplarisch dargestellten Varianten zu empfehlen, denn die Abhängigkeit vom Kapitalmarktumfeld, vom Aktienkurs zum Zeitpunkt der Veräußerung und von politischen Einflüssen ist zu groß, als dass eine solche Empfehlung sinnvoll möglich wäre. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass für die Gestaltung der Veräußerung rechtliche Grenzen bestehen können. So "soll" der Bund gemäß § 13 FMStBG bei der Wiederveräußerung der von dem Fonds erworbenen Anteile, Stillen

Beteiligungen und anderen Rechte den Aktionären und Gesellschaftern der betreffenden Unternehmen ein Bezugsrecht einräumen.<sup>236</sup>

**Ergebnis:** Die jüngste Änderung der FMStBG bietet dem Bund die Möglichkeit, die Stille Einlage in Aktien zu tauschen. Die Vor- und Nachteile dieser Möglichkeit sind in Kapitel IV ausführlich erörtert worden. In Anbetracht der Schwierigkeiten der Abwägung sollte der Bund darauf achten, dass er sich diese Option offen hält, ohne sie notwendigerweise gleich zu nutzen. Zu diesem Zweck sollte er unter Nutzung seiner eigenen Aktienbeteiligung einen entsprechenden Vorratsbeschluss auf die Tagesordnung der nächsten Hauptversammlung setzen lassen und darauf hinwirken, dass dieser Beschluss gefasst wird. Bei der Ausnutzung des Beschlusses ist er dann zeitlich flexibel. Der Umtausch selbst kann zu einem späteren Zeitpunkt vorgenommen werden, zu dem die Vorteile dieses Vorgehens die Nachteile überwiegen.

#### **1.3.5 Ausstiegsoption 4: Ausstieg aus der Aktienbeteiligung von 25 % und einer Aktie**

Für den Ausstieg aus der Beteiligung von 25 % und einer Aktie gilt grundsätzlich dasselbe wie für den Ausstieg aus einem durch Tausch der Stillen Einlage erhaltenen Aktienpaket. Der Ausstieg selbst dürfte deutlich einfacher sein, da die Höhe der Beteiligung sehr viel kleiner ist. Allerdings spielt die Möglichkeit des Verkaufs an einen strategischen Investor hier eine geringere Rolle, denn die Einflussmöglichkeiten bei einer Sperrminorität von 25 % und einer Aktie sind ungleich kleiner als bei einem Anteil von knapp 79 %. Grundsätzlich sollte der Ausstieg aus der Beteiligung von 25 % und einer Aktie allerdings erst vorgenommen werden, wenn die Stille Einlage weitgehend oder sogar ganz abgelöst worden ist.

#### **V.1.4 Zusammenfassung und Empfehlungen**

Der Expertenrat empfiehlt dem Bund, dem Ausstieg aus der Stillen Einlage Priorität einzuräumen gegenüber dem Ausstieg aus der Aktienbeteiligung. Letztere sollte eventuell sogar erhöht werden, sei es im Rahmen einer Barkapitalerhöhung, um eine Verwässerung der Sperrminorität zu verhindern, sei es im Rahmen einer Wandlung der Stillen Einlage, um die Fungibilität der Bundesposition zu erhöhen.

Der Bund kann zwar keinen Anspruch auf Rückführung der Stillen Einlage erheben, doch dürfte die Rückführung auch im Interesse der Bank liegen, zumal ab 2018 die Stille Einlage des Bundes nicht mehr zum Kernkapital gerechnet wird. Der Expertenrat empfiehlt daher, dass der Bund sich mit dem Vorstand über eine Gesamtstrategie zur Rückführung der Stillen Einlage verständigt.

Für eine Gesamtstrategie der Rückführung der Stillen Einlage stehen zur Verfügung die Rückführung aus eigenen Mitteln, derzeit vorhandenen Mitteln ebenso wie den künftig anfallenden Gewinnen, ferner die Mittel aus einer etwaigen Barkapitalerhöhung, schließlich auch die Möglichkeit eines Umtauschs der Stillen Einlage gegen Aktien.

Bei der Rückführung aus eigenen Mitteln ist darauf zu achten, dass die Eigenkapitalanforderungen gewahrt bleiben, die Aufsicht und Märkte an die Bank stellen. Beim derzeitigen Stand und ohne Berücksichtigung der Auswirkungen eines Verkaufs der Eurohypo und anderer Änderungen der risikotragenden Aktiva geht der Expertenrat davon aus, dass bis zu 4 Mrd. Euro aus derzeit verfügbaren eigenen Mitteln abgelöst werden können.

---

<sup>236</sup> Vgl. zur – offenen - Frage der Bedeutung dieser Vorschrift Abschnitt II.1.2.2. Zudem „soll“ gem. § 3 FMStFV eine Wiederveräußerung von erworbenen Anteilen, Stillen Beteiligungen und anderen Rechten am Markt „marktschonend“ erfolgen. Vgl. hierzu Abschnitt II.1.2.1 und zu weiteren, hier nicht genannten Rechtsfragen Abschnitt II.1.2.2.

Bei einer weiteren Rückführung der risikotragenden Aktiva würde sich dieser Spielraum entsprechend vergrößern. Darüber hinaus sollte die Ablösung der Stillen Einlage Priorität erhalten bei der Verwendung von Gewinnen, die in den kommenden Jahren anfallen.

Bei der Rückführung aus den Erlösen aus einer Barkapitalerhöhung ist zu unterscheiden zwischen den Erlösen aus einer Erhöhung auf Basis bestehender Ermächtigungen der Hauptversammlung und den Erlösen aus weiteren Kapitalerhöhungen. Eine Barkapitalerhöhung auf Basis bestehender Ermächtigungen der Hauptversammlung ist unproblematisch durchzuführen, wird aber zur Ablösung der Stillen Einlage nicht ausreichen, selbst wenn der Bund selbst zusätzliche Aktien erwirbt, um seine Sperrminorität zu halten. Beim derzeitigen Aktienkurs erscheint hier ein Erlös von knapp 3 Mrd. Euro als das Maximum dessen, was erzielt werden kann (bis zu 2 Mrd. Euro Barkapitalerhöhung plus 0,9 Mrd. Euro Wandlung von Teilen der Stillen Einlage in Aktien zum Erhalt der Sperrminorität). Gleichwohl sollte eine Kapitalerhöhung auf Basis des bestehenden Hauptversammlungsbeschlusses so bald wie möglich durchgeführt werden, um die Bank wenigstens teilweise von der Stillen Einlage zu entlasten.

Da diese Kapitalerhöhung zur Ablösung der Stillen Einlage nicht ausreicht, wird es notwendig sein, weitere Kapitalerhöhungen ins Auge zu fassen. § 7b des Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetzes (FMStBG) bietet die Möglichkeit, den Vorstand zu Kapitalerhöhungen auch in einem über die Hälfte des bestehenden Grundkapitals hinausgehenden Umfang zu ermächtigen. Alternativ hierzu könnte eine solch weitreichende Kapitalerhöhung auch durch Direktbeschluss der Hauptversammlung erreicht werden; dieses Verfahren ist aber weniger flexibel als die Kapitalerhöhung nach § 7b FMStBG. Bei allen Kapitalerhöhungen wird darauf zu achten sein, dass dem Markt eine Gesamtstrategie für die Ablösung der Stillen Einlage vermittelt wird, so dass die Furcht vor dem, was noch auf den Markt zukommen mag, nicht allzu sehr auf die Kurse drückt.

Sollten die bisher genannten Möglichkeiten zur Ablösung der Stillen Einlage nicht ausreichen, so steht weiterhin die Möglichkeit des Umtauschs der Stillen Einlage in Aktien nach § 7a FMStBG zur Verfügung. Dazu sollte so bald wie möglich ein Beschluss der Hauptversammlung herbeigeführt werden. Nach einem solchen Beschluss hat der Bund immer die Möglichkeit zum Tausch, wenn ihm der Zeitpunkt und das Marktumfeld günstig erscheinen.

Nach einem Umtausch der Stillen Einlage in Aktien verbleibt das Problem der Veräußerung der Aktien. Um sich von den mit dem Aktienbesitz verbundenen Risiken zu befreien, sollte der Bund den Verkauf zügig vornehmen. Jedoch muss er darauf achten, dass er die Märkte mit seinem großen Paket nicht kurzfristig überfordert. Sehr ernsthaft zu prüfen ist die Möglichkeit eines Verkaufs an einen strategischen Investor, der bereit wäre, für die mit einem sehr großen Anteil einhergehenden Kontrollmöglichkeiten einen Aufpreis zu bezahlen. Die Wahrscheinlichkeit, einen solchen Investor zu finden, dürfte deutlich ansteigen, sobald das Thema Eurohypo geklärt ist. Insofern sollte auch die Wandlung erst dann stattfinden. Im Übrigen ist im Zusammenhang der Veräußerung auf rechtliche Restriktionen und Zweifelsfragen hinzuweisen.

Die hier skizzierten Empfehlungen setzen nicht auf eine Ausstiegsmöglichkeit als Königsweg. Sie setzen vielmehr auf eine Kombination von Ausstiegsmöglichkeiten, von denen jede etwas zur Rückführung der Stillen Einlage des Bundes beitragen kann, die Rückführung aus vorhandenen Mitteln, die Rückführung aus thesaurierten Gewinnen, die Rückführung aus bereits genehmigtem Kapital, weitere noch zu genehmigende Barkapitalerhöhungen, schließlich auch die Möglichkeit des Umtauschs in Aktien. Aufgrund der größeren

Fungibilität der Aktien sollte deren nachfolgende Platzierung am Markt dann einfacher sein als eine Veräußerung der Stillen Einlage.

### V.1.5 Nachweise

- Basel Committee on Banking Supervision*, Document 189, A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Bank for International Settlements, Basel Dezember 2010, <http://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.
- Commerzbank*, Gemeinsam mehr erreichen, Geschäftsbericht 2009, [http://geschaeftsbericht-2009.commerzbank.de/commerzbank/annual/2009/gb/German/pdf/2009\\_Geschaeftsbericht\\_deutsch.pdf](http://geschaeftsbericht-2009.commerzbank.de/commerzbank/annual/2009/gb/German/pdf/2009_Geschaeftsbericht_deutsch.pdf).
- Commerzbank*, IR-Nachrichten vom 13.1.2011: Commerzbank plant Optimierungsmaßnahme innerhalb der Kapitalstruktur, [https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten\\_1/2011\\_6/ir\\_nachrichten\\_detail\\_11\\_2915.html](https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten_1/2011_6/ir_nachrichten_detail_11_2915.html).
- Commerzbank*, IR-Nachrichten vom 13.1.2011: Erfolgreiche Platzierung von rund 118 Millionen Aktien der Commerzbank, [https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten\\_1/2011\\_6/ir\\_nachrichten\\_detail\\_11\\_2905.html](https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/service/archive/ir-nachrichten_1/2011_6/ir_nachrichten_detail_11_2905.html).
- Commerzbank*, Presse- & Analystenkonferenz vom 8.5.2009, Die neue Commerzbank; Roadmap 2012: Fokussierung, Optimierung, Reduzierung, [https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/vortrag/2009/090508\\_Blessing\\_deutsch\\_final.pdf](https://www.commerzbank.de/media/aktionaere/vortrag/2009/090508_Blessing_deutsch_final.pdf).
- Commerzbank*, Unternehmenswebseite, [https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/aktie/die\\_290\\_000\\_aktion\\_re\\_der\\_commerzbank/aktionaere.html](https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/aktionaere/aktie/die_290_000_aktion_re_der_commerzbank/aktionaere.html) (Stand: 30.9.2010).
- Deutschen Bank, Research Report vom 13.1.2011: 2011: Year of recapitalisation
- FAZ vom 4.11.2008, Nr. 258, S. 11, „8, 2 Milliarden Staatshilfe für die Commerzbank“.
- FAZ vom 18.5.2009, Nr. 114, S. 14, „Commerzbank-Aktionäre billigen Staatseinstieg – Herbe Kritik an Übernahme der Dresdner Bank/Investmentbanker wollen Boni einklagen“.
- FAZ vom 10.9.2009, Nr. 210, S. 21, „Commerzbank gibt restliche Garantien zurück, verzichtet auf Bürgschaftsrahmen über 5 Milliarden Euro/Blankfein für Boni-Regeln“.
- FAZ vom 24.2.2010, Nr. 46, S. 11, „Commerzbank findet nicht aus der Krise – 4,5 Milliarden Euro Verlust im Jahr 2009/Hohe Abschreibungen auf Kredite und strukturierte Wertpapiere“.
- FAZ vom 14.1.2011, Nr. 11, S. 15, „Commerzbank feilt an der Kapitalstruktur“.
- Nissen, Madeleine*, Commerzbank hat 26,5 Mrd. EUR in kritische EU-Länder investiert, Dow Jones Deutschland vom 6.5.2010, <http://www.dowjones.de/site/2010/05/commerzbank-hat-265-mrd-eur-in-kritische-eu-l%C3%A4nder-investiert.html>.

## V.2 Hypo Real Estate Holding AG

### V.2.1 Rahmenbedingungen

#### 2.1.1 Beteiligungsverhältnis

Seit dem am 13.10.2009 eingetragenen Beschluss der Hauptversammlung, durch den die Minderheitsaktionäre ausgeschlossen wurden, hält der Bund die Gesamtheit der Aktienanteile an der Hypo Real Estate Holding AG (HRE).<sup>237</sup>

#### 2.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen

Der SoFFin unterstützte die HRE zunächst durch *Garantien*. In der Spitze nahm die Bank – bei einem von der EU genehmigten Garantierahmen von 144,98 Mrd. Euro - Garantien im Umfang von 123,98 Mrd. Euro in Anspruch. Die garantierten Schuldverschreibungen wurden – soweit nicht getilgt – auf die von der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA) errichtete Abwicklungsanstalt „FMS Wertmanagement“ (hierzu 2.1.3) übertragen. In der Zwischenzeit wurden die Garantien weitgehend durch Emissionen der Abwicklungsanstalt ersetzt.<sup>238</sup>

Der Bund beteiligte sich zudem in mehreren Schritten am *Kapital* der HRE. Am 28.3.2009 fand eine Kapitalerhöhung um 60 Mio. Euro statt.<sup>239</sup> Diese ergab sich aus der Übernahme von 20 Mio. neuen HRE-Aktien durch den SoFFin zum Nennwert von 3 Euro. Es folgten am 8.6.2009 eine weitere Kapitalerhöhung um 2.959.632.240 Euro aufgrund des Erwerbs von 986.544.080 neuen Aktien durch den SoFFin zum Nennwert von 3 Euro und schließlich am 16.11.2009 eine Kapitalzuführung von 3 Mrd. Euro.<sup>240</sup> Letztere umfasste die Bereitstellung von 2 Mrd. Euro, die der HRE Holding (0,7 Mrd. Euro) sowie der Deutschen Pfandbriefbank (1,3 Mrd. Euro) als freie Rücklagen zur Verfügung stehen, und einer Stillen Beteiligung an der Deutschen Pfandbriefbank in Höhe von 1 Mrd. Euro. Am 20.5.2010 erhielt die HRE Holding weitere 1,4 Mrd. Euro vom SoFFin, die ihr als *freie Rücklage* zur Verfügung stehen.<sup>241</sup>

Die FMSA hat am 8.7.2010 formal die *Abwicklungsanstalt* der HRE unter dem Namen „FMS Wertmanagement“ nach § 8a FMStFG gegründet.<sup>242</sup> Einen entsprechenden Antrag hatte die HRE im Januar 2010 gestellt. Auf die Abwicklungsanstalt wurden mit Wirkung zum 30.9./1.10.2010 nicht strategienotwendige Geschäftsbereiche und Risikopositionen der HRE im Nominalwert von ca. 173 Mrd. Euro übertragen.<sup>243</sup> Das Eigenkapital der Abwicklungsanstalt beträgt bis zu 3,87 Mrd. Euro, die teilweise von der HRE/pbb, teilweise

---

<sup>237</sup> Peitsmeier, FAZ vom 6.10.2009, Nr. 231, S. 13; Pressemitteilung SoFFin vom 14.10.2009, „HRE – Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre nach erfolgtem Squeeze-Out“.

<sup>238</sup> FAZ vom 4.10.2010, Nr. 230, S. 15, „Hypo Real Estate spaltet problemlos Bad Bank ab“; Pressemitteilung SoFFin vom 3.10.2010, „HRE-Abspaltung auf die FMS Wertmanagement erfolgreich verlaufen“.

<sup>239</sup> Kommission, Entscheidung vom 13.11.2009, ABl.EU 2010 Nr. C 13/58 Rn. 3 *Hypo Real Estate, Deutschland - Ausweitung des förmlichen Prüfverfahrens und vorläufige Genehmigung der Kapitalzuführungen* (veröffentlichte Fassung).

<sup>240</sup> *Deutsche Pfandbriefbank*, Geschäftsbericht 2009, S. 9; *Hypo Real Estate Group*, Geschäftsbericht 2009, S. 6, 25.

<sup>241</sup> Vgl. Kommission, Entscheidung vom 19.5.2010, C (2010) 3221 final in der Sache N 161/2010 Rn. 15 *Further recapitalization of Hypo Real Estate; Hypo Real Estate, Germany*.

<sup>242</sup> Pressemitteilung SoFFin vom 8.7.2010, „FMS Wertmanagement – Abwicklungsanstalt der Hypo Real Estate (HRE) gegründet“.

<sup>243</sup> FAZ vom 4.10.2010, Nr. 230, S. 15, „Hypo Real Estate spaltet problemlos Bad Bank ab“.

vom Bund aufgebracht werden sollen.<sup>244</sup> Die endgültige Zustimmung der Europäischen Kommission zu diesen Maßnahmen steht noch aus.

### **2.1.3 Entscheidungen der Europäischen Kommission**

Die Kommission erklärte die Kapitalzuführungen am 13.11.2009<sup>245</sup> vorläufig für mit dem Gemeinsamen Markt vereinbar, bis eine abschließende Entscheidung über den Umstrukturierungsplan vorliegt. Dabei betonte die Kommission – noch mit Bezug auf den Sachstand vor der Auslagerung von Vermögenswerten auf die FMS Wertmanagement -, dass ihre Zweifel an der Finanzierung, der Rentabilität und dem Unternehmenswachstum und somit an der Lebensfähigkeit der HRE insgesamt fortbestehen.<sup>246</sup>

In einer Entscheidung vom 24.9.2010 erneuerte die Kommission ihre Zweifel am Geschäftsmodell und an der langfristigen Profitabilität der Bank, genehmigte aber vorläufig die Errichtung der Abwicklungsanstalt und die in diesem Zusammenhang vom Bund zugesagten Garantien. Zugleich erklärte die Kommission, ihre Untersuchung unter anderem mit Blick auf die Bewertung der auf die Abwicklungsanstalt übertragenen Vermögenswerte zu vertiefen.

## **V.2.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligung: Grundsätzliches**

### **2.2.1 Geschäftsmodell der HRE**

Die Hypo Real Estate Holding AG ist eine reine Holding ohne eigene Geschäftstätigkeit. Geschäfte werden derzeit von der deutschen Tochter Deutsche Pfandbriefbank AG (pbb) und der irischen Tochter DEPFA Bank plc sowie deren Tochtergesellschaften betrieben. Die folgende Analyse möglicher Ausstiegsoptionen konzentriert sich zunächst auf die Möglichkeiten bei der Deutschen Pfandbriefbank AG (pbb). Die Diskussion wird am Ende ergänzt um eine Stellungnahme zur DEPFA Bank plc. Alle Ausführungen des Expertenrates beziehen sich auf die Situation *nach* der Übertragung nicht-strategienotwendiger Vermögenswerte auf die FMS Wertmanagement.

Wesentlich für die Erfolgsaussichten einer Privatisierung ist der Nachweis eines nachhaltigen Geschäftsmodells. Die Deutsche Pfandbriefbank ist als Spezialbank für die Finanzierung des öffentlichen Sektors (Public Sector Finance) und für die Immobilienfinanzierung (Real Estate Finance) aktiv. Regionale Schwerpunkte der Tätigkeit der pbb im Bereich Public Sector Finance sind Deutschland, Italien, Frankreich und Spanien. Darüber hinaus bestehen Standorte in den USA (New York) und in Japan (Tokyo). Zentrales Refinanzierungsinstrument der pbb ist der deutsche Pfandbrief. Die Bank ist nach eigenen Angaben gemessen am ausstehenden Volumen der zweitgrößte Emittent von Pfandbriefen.

### **2.2.2 Marktbedingungen und erzielbare Margen**

Die pbb ist auf Geschäftsfeldern aktiv, die durch einen hohen Wettbewerbsdruck und – hierdurch bedingt – durch eine anhaltende Margenschwäche gekennzeichnet sind. Der Wettbewerbsdruck resultiert zunächst daraus, dass die Märkte für Staats- und Immobilienfinanzierung überbesetzt sind. Der Wettbewerbsdruck erhöht sich bis auf weiteres noch dadurch, dass etliche Marktteilnehmer versuchen, ihre Refinanzierungskosten niedrig zu

---

<sup>244</sup> Pressemitteilung SoFFin vom 3.10.2010, „HRE-Abspaltung auf die FMS Wertmanagement erfolgreich verlaufen“.

<sup>245</sup> Kommission, Entscheidung vom 13.11.2009, ABl. EU 2010 Nr. C 13/58 *Hypo Real Estate, Deutschland - Ausweitung des förmlichen Prüfverfahrens und vorläufige Genehmigung der Kapitalzuführungen*.

<sup>246</sup> Kommission, Entscheidung vom 13.11.2009 (Fn. 239) *Hypo Real Estate, Deutschland - Ausweitung des förmlichen Prüfverfahrens und vorläufige Genehmigung der Kapitalzuführungen*, Rn. 58 ff.

halten, in dem sie sich kurzfristig und somit fristeninkongruent refinanzieren. Bei Instituten, die unmittelbar oder im Rahmen eines Konzernverbunds auf eine Refinanzierung durch Einlagen zurückgreifen können, sind die Risiken einer solchen Fristentransformation kleiner als bei einem Institut wie pbb, das kein nennenswertes eigenes Einlagengeschäft hat. Bei fristenkongruenter langfristiger Refinanzierung aber ist es nicht einfach, sich gegen diese Art des Wettbewerbs zu behaupten.<sup>247</sup> Ob und in welchem Grade die Regulierung (Basel III) durch Einführung einer von 2018 an verbindlichen net stable funding ratio diesem Konkurrenzdruck durch Fristentransformation künftig wirksam begegnen können wird, ist derzeit nicht sicher zu beurteilen.<sup>248</sup> Der Expertenrat hat wegen der soeben beschriebenen, durch erheblichen Wettbewerbsdruck geprägten Marktsituation Zweifel an der Erzielbarkeit auskömmlicher Margen.

### **2.2.3 Bedingungen und Kosten der Refinanzierung**

Auch Pfandbriefbanken können sich nicht zu 100 % durch Pfandbriefe refinanzieren. Dies folgt zum einen aus dem regulatorisch vorgegebenen Grundsatz der Überdeckung von Pfandbriefen. Zum anderen ist eine ungesicherte Refinanzierung erforderlich, soweit Kredite ausgereicht werden, diese aber im Volumen noch nicht für die Begebung eines weiteren Pfandbriefs ausreichen. Auch wenn eine Pfandbriefbank einen möglichst hohen Anteil an pfandbriefgestützter Refinanzierung anstrebt, kommt sie demnach nicht umhin, zu einem nicht unerheblichen Anteil ungesicherte Refinanzierung in Anspruch zu nehmen.

Eine reine Pfandbriefbank – wie die pbb – ist im Hinblick auf die Refinanzierung gegenüber solchen Instituten strukturell im Nachteil, die neben dem Pfandbriefgeschäft ein breit aufgestelltes Bankgeschäft mit erheblichen Kundeneinlagen unterhalten. Dieser Nachteil einer ‚Stand-alone‘-Pfandbriefbank ist bei der Beurteilung der Erfolgsaussichten einer Privatisierung der pbb in Rechnung zu stellen.

### **2.2.4 Reputation und Rating**

Hinzu kommt, dass die pbb (auch) in den kommenden Jahren einen Reputationsnachteil haben könnte, der aus der Vergangenheit der HRE-Gruppe rührt. Um sich günstig zu finanzieren, muss eine Bank den Kapitalmarkt überzeugen. Dies gilt gleichermaßen bei der Aufnahme von Fremd- wie von Eigenkapital. Gerade in einem margenschwachen Markt kommt dabei zum einen der allgemeinen Reputation und zum anderen einer von außen erkennbaren Prozess- und Kostenoptimierung eine besondere Bedeutung zu. Als weiterer Baustein einer erfolgreichen Neupositionierung bedürfte es einer intensiven Kommunikation mit dem Kapitalmarkt, die jedoch von positiven Nachrichten aus dem operativen Geschäft der Bank getragen werden müsste.

In diesem Zusammenhang spielt das Rating der pbb eine wichtige Rolle. Zum einen spiegelt das Rating die Einschätzung der Rating-Agenturen darüber, wie die pbb die beschriebenen Herausforderungen meistert. Zum anderen beeinflusst das Rating unmittelbar die Refinanzierungskosten und damit die erzielbaren Margen. Nach Einschätzung von

---

<sup>247</sup> Zum Vorstehenden oben Abschnitt III.

<sup>248</sup> Dazu der Präsident der Deutschen Bundesbank, *Prof. Dr. A. Weber*, Auf dem Weg zu einem stabileren Finanzsystem: Basel III, Rede auf dem Bankenabend der Hauptverwaltung München vom 19.10.2010, S. 6: Hiernach „bewegen sich Liquiditätsvorgaben in einem äußerst komplexen Spannungsfeld. Aufgrund dieser Komplexität sind die Wirkungen der Net Stable Funding Ratio derzeit kaum abzuschätzen. Hinzu kommt eine Reihe ungeklärter Details. Es ist daher sinnvoll, dass diese Vorgabe zunächst nur beobachtend eingeführt wird – gleichwohl bereits feststeht, dass sie ab 2018 einen verbindlichen Charakter erhalten soll.“ Der Expertenrat weist ausdrücklich darauf hin, dass Einzelheiten zur net stable funding ratio noch offen sind und dass auch die Möglichkeiten zu einer Umgehung der Anforderungen heute von niemandem eingeschätzt werden können.

Marktteilnehmern setzt eine erfolgreiche Privatisierung mindestens ein A-Rating voraus. Über ein derartiges Rating verfügt die Bank zwar zur Zeit;<sup>249</sup> hierbei muss aber in Rechnung gestellt werden, dass das derzeitige Rating die Eigentümerstellung des Staates und die damit gegebene implizite Unterstützung berücksichtigt. Offensichtlich hat die pbb daher aus Sicht der Ratingagenturen noch substantielle Aufgaben zu erledigen.

### **2.2.5 Fähigkeit zur Bindung von Leistungsträgern**

Eine erfolgreiche Tätigkeit im Bankgewerbe setzt auch die Fähigkeit voraus, Leistungsträger langfristig zu binden. Die derzeitige Diskussion über die Fähigkeit der pbb zur Bindung von führenden Mitarbeitern ist hierbei nicht hilfreich. Wie hoch das Risiko eines „brain-drain“ ist, lässt sich aus Sicht des Expertenrates nicht abschließend bewerten. In vielen der vom Expertenrat geführten Gespräche wurde jedoch explizit auf dieses Risiko hingewiesen.

### **2.2.6 Kooperation pbb-FMSW**

Weiterhin weist der Expertenrat darauf hin, dass für die zwischen der pbb und der FMS Wertmanagement bestehende Kooperation vor einer Privatisierung eine neue Lösung gefunden werden müsste. Derzeit erbringt die pbb im Rahmen dieser Kooperation in erheblichem Umfang Serviceleistungen für die Abwicklungsanstalt. Nach Einschätzung des Expertenrates wird diese – für Banken ungewöhnliche - Serviceleistung die Attraktivität der pbb für Erwerbsinteressenten eher vermindern (wenn sie nicht mit einer außerordentlich hohen Vergütung einhergeht, die zu Lasten der FMS Wertmanagement und damit des Bundes ginge). Der Kooperationsvertrag müsste daher – wenn von einem Hemmnis für die Privatisierung ausgegangen wird - beendet und die bestehenden Strukturen – soweit sie nicht weiterhin in der pbb benötigt werden – abgebaut werden. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass eine nicht geringe Zahl von Mitarbeitern der pbb zur Zeit im Rahmen dieser Kooperation für die FMS Wertmanagement tätig sind. Während sie möglicherweise von der FMS Wertmanagement übernommen werden könnten, würde nach der Beurteilung des Expertenrates eine Trennung der technischen (IT-) Ausstattungen von pbb und FMS Wertmanagement erforderlich. Hier würde daher – soweit einerseits eine privatisierte pbb und andererseits die FMS Wertmanagement entsprechende Einrichtungen benötigen - eine Duplizierung der technischen Ausstattung erforderlich. Die Kosten und Risiken der hiermit bezeichneten personellen und technischen Umstrukturierung sind nach Auffassung des Expertenrates aus heutiger Sicht nicht leicht zu ermessen.

## **V.2.3 Ausstiegsoptionen**

Für einen Ausstieg des Bundes aus der mittelbaren Beteiligung an der Deutschen Pfandbriefbank (pbb) kommen grundsätzlich drei Wege in Betracht: Verkauf, Börsengang oder Einstellung des Neugeschäfts und Abwicklung. Eine Weiterführung der Bank unter fortbestehender Beteiligung des Bundes erscheint dagegen aus beihilferechtlichen Gründen ausgeschlossen;<sup>250</sup> zudem versteht der Expertenrat den Ausstieg des Bundes als verbindliche Zielvorgabe.

### **2.3.1 Ausstiegsoption 1: Verkauf der Deutschen Pfandbriefbank AG (pbb) an einen (strategischen) Investor**

Der Expertenrat sieht es auf der Grundlage des Gesagten als fraglich an, ob es gelingen wird, die pbb innerhalb der nächsten Jahre als going concern zu verkaufen. Der Expertenrat weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass es im Jahr 2010 nicht möglich war, die Westdeutsche

---

<sup>249</sup> Long-Term Bank Rating: Fitch ‚A-‘; S&P ‚BBB‘; Moody’s ‚A3‘.

<sup>250</sup> Vgl. Kommission, Entscheidung vom 13.11.2009, ABl.EU 2010 Nr. C 13/58, Rn 67 *Hypo Real Estate, Deutschland - Ausweitung des förmlichen Prüfverfahrens und vorläufige Genehmigung der Kapitalzuführungen.*

Immobilienbank – eine andere Pfandbriefbank - zu veräußern. Gebote für diese Bank lagen Presseberichten zufolge weit unter dem Buchwert und unter dem Abwicklungswert der Bank.<sup>251</sup>

Falls innerhalb eines überschaubaren Zeitraums von drei bis maximal fünf Jahren ein Verkauf gelingen kann, so geht der Expertenrat auf der Grundlage des zum Geschäftsmodell Gesagten davon aus, dass nur ein sehr begrenzter Erlös erzielt werden kann. Ein Verkaufserlös wird voraussichtlich bei weitem nicht den Wert erreichen, den der Bund der Gruppe zugeführt hat. Tatsächlich hat der SoFFin im Hinblick auf seine Beteiligung an der Hypo Real Estate Group bereits für das Geschäftsjahr 2009 Abschreibungen im Umfang von 4,75 Mrd. Euro getätigt. Dabei entfallen 4,1 Mrd. Euro auf die für 5,3 Mrd. Euro erworbenen Aktien und 0,65 Mrd. Euro auf die 1 Mrd. Euro an Stillen Einlagen.

Hypothekenbanken haben in der Vergangenheit nur geringe Margen verdient, und es ist kaum zu erwarten, dass sich diese Situation grundlegend ändern wird. Nach Einschätzung des Expertenrats ist daher grundsätzlich nicht damit zu rechnen, dass bei einem Verkauf mehr als der einfache Wert des den Anteilseignern zuzurechnenden Eigenkapitals Erlös erzielt werden kann. Auf der Grundlage der mit Marktteilnehmern geführten Gespräche hält es der Expertenrat für unwahrscheinlich, dass der Bund bei einem Verkauf substantiell mehr Erlös erzielen kann als bei einer geordneten Abwicklung. Für den Expertenrat ist nicht erkennbar, wer als Erwerber der pbb in Betracht kommt. Der Expertenrat macht in diesem Zusammenhang darauf aufmerksam, dass aufgrund einer Veräußerungsaufgabe der Europäischen Kommission eine andere große Pfandbriefbank – die Eurohypo – noch vor der pbb am Markt platziert werden muss. Der Expertenrat weist zudem auf die Unmöglichkeit hin, die Westdeutsche Immobilienbank (WestImmo) – eine weitere aufgrund einer Auflage der Europäischen Kommission zu veräußernde Pfandbriefbank - im Jahr 2010 zu einem höheren Wert als dem Buchwert oder dem Abwicklungswert zu verkaufen. Der Expertenrat bezweifelt daher, dass Berechnungen, die einen höheren Veräußerungserlös als den Abwicklungswert für die pbb prognostizieren, auf realistischen Annahmen zur Verkäuflichkeit des Instituts beruhen.

Die Zweifel des Expertenrates an der Verkäuflichkeit der pbb sind im Verlauf des zweiten Halbjahres 2010 noch gewachsen. In den letzten Monaten des Jahres 2010 haben die Bedenken hinsichtlich der Solvenz des Staates in einer Reihe von Euro-Ländern erheblich zugenommen.<sup>252</sup> Unter den Ländern, an deren wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit zunehmend Zweifel geäußert wurden, sind auch solche, in denen die pbb mit Krediten engagiert ist und/oder künftig im Bereich der Staatsfinanzierung aktiv zu sein plant. So hat die Kreditwürdigkeit Spaniens im Laufe des Jahres 2010 erheblich abgenommen, was sich in zunehmenden Risikoauflagen und in Herabstufungen der Bonitätsbewertungen durch die führenden Ratingagenturen niedergeschlagen hat. Auch im Hinblick auf die Bonität anderer Länder, in denen die pbb erklärtermaßen Schwerpunkte ihrer Geschäftstätigkeiten setzt – etwa Italien und Belgien - sind in der öffentlichen Diskussion zunehmend Zweifel geäußert worden. *Unabhängig* davon, ob diese Bedenken sachlich gerechtfertigt sind, muss die beschriebene Entwicklung jedenfalls bei der Beurteilung der Chancen zu einer Veräußerung der pbb als going concern in Rechnung gestellt werden. Es muss zweifelhaft erscheinen, ob Investoren für die Übernahme eines Unternehmens interessiert werden können, das zum einen in einem wettbewerbsintensiven, magerarmen Geschäftszweig tätig und zum anderen in erheblichem Maße in Ländern mit umstrittener Bonität im Bereich Public Sector Finance engagiert ist.

---

<sup>251</sup> Siehe z.B. Köhler/Ludwig/Nagl, Handelsblatt vom 8.12.2010.

<sup>252</sup> Hierzu Abschnitt II.2.

### **2.3.2 Ausstiegsoption 2: Börsengang der Deutsche Pfandbriefbank AG (pbb)**

Im Vergleich zu dem Option des Verkaufs an einen strategischen Investor hinge der Erfolg eines Börsengangs zusätzlich von einem funktionierenden Kapitalmarktumfeld und der technischen Börsenreife der pbb ab.

Auch wenn sich das allgemeine Klima an den internationalen Aktienmärkten seit den Tiefstständen in 2009 erholt hat, werden Bank- und insbesondere Pfandbriefbanken-Aktien weiterhin kritisch gesehen. Im gesamten Bankensektor besteht eine erhebliche Unsicherheit im Hinblick auf die genauen Inhalte der künftigen Regulierung und deren wirtschaftliche Folgen. Für den speziellen Bereich der Pfandbriefbanken tritt eine erhebliche Verunsicherung hinsichtlich der Bonität von Schuldern hinzu. Dies gilt, wie im voranstehenden Abschnitt deutlich gemacht wurde, in jüngster Zeit in besonderem Maße im Bereich der Staatsfinanzierung.

Die technische Börsenreife der pbb ist für den Expertenrat nicht leicht zu ermessen. Die für die Unterstützung einer Börsennotierung erforderliche Expertise war zumindest bis Ende 2009 in der Bank<sup>253</sup> vorhanden. Der Expertenrat weist darauf hin, dass die Aufrechterhaltung der technischen Börsenreife resp. der Aufbau einer solchen zusätzliche Kosten verursacht, die nur im Fall eines erfolgreichen Börsengangs eine wirtschaftliche Rechtfertigung haben.

Gegenüber einem Verkauf an einen Investor hätte ein Börsengang den Nachteil, dass ein Verkauf der Gesamtbeteiligung des SoFFin voraussichtlich nur in mehreren Schritten erfolgen könnte.

Im Ganzen müssen die Chancen für einen erfolgreichen Börsengang in einem überschaubaren Zeitraum von drei bis maximal fünf Jahren als begrenzt erscheinen. Die Gründe entsprechen im Wesentlichen denen, die auch die Attraktivität der pbb für einen einzelnen Investor begrenzt erscheinen lassen: Die Bank ist auf wettbewerbsintensiven Märkten aktiv, auf denen sich bisher nur geringe Margen erzielen lassen. Sie verfügt im Unterschied zu breit aufgestellten Geschäftsbanken mit Einlagengeschäft nicht über eine über das Pfandbriefgeschäft hinausgehende eigene Funding-Grundlage. Hinzu kommen Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen Regulierung und ihrer Folgen. Schließlich ist mit Blick auf das Geschäftsfeld der Staatsfinanzierung in jüngster Zeit eine zusätzliche erhebliche Verunsicherung aufgetreten. Ein innerhalb eines überschaubaren Zeitraumes von drei bis äußerstenfalls fünf Jahren erfolgreicher Börsengang der pbb wird bei Berücksichtigung dieser Umstände nach Einschätzung des Expertenrates keinen substantiell über dem Abwicklungswert liegenden Erlös bringen.

### **2.3.3 Ausstiegsoption 3: Einstellung des Neugeschäfts und Abwicklung der Deutsche Pfandbriefbank AG (pbb)**

Eine dritte Möglichkeit zu einem Ausstieg des Bundes besteht darin, dass im Hinblick auf die pbb das Neugeschäft eingestellt und die Bank abgewickelt wird. Diese Abwicklung könnte in der gleichen Weise erfolgen, wie sie bereits im Hinblick auf einen großen Teil der Vermögenswerte der vormaligen HRE vorgenommen wird: Ein Großteil der Vermögenswerte könnte bis zur Ablaufzeit gehalten werden, wodurch der Erlös maximiert wird. Soweit ein Verkauf bestimmter Werte – bspw. bestimmter Forderungen – in kürzerer Frist zu günstigen Konditionen möglich ist, sollte ein solcher in Betracht gezogen werden.

---

<sup>253</sup> Hier handelt es sich um Funktionen der Hypo Real Estate AG, die bis zum Squeeze-Out im DAX bzw. MDAX gelistet war.

### 2.3.3.1 Gestaltung einer Abwicklung

Für die praktische Durchführung der Abwicklung ist einerseits eine Nutzung der bestehenden Strukturen der FMS Wertmanagement in Betracht zu ziehen. Andererseits könnte eine Abwicklung der pbb auch außerhalb der Strukturen der FMS Wertmanagement erfolgen.

Für eine Nutzung der bestehenden Strukturen der FMS Wertmanagement könnte sprechen, dass in diesem Fall der Aufbau zusätzlicher Strukturen vor einer Abwicklung entbehrlich wäre. Insbesondere würde sich auch eine Duplizierung technischer (IT-) Einrichtungen, wie sie vor einer Privatisierung der pbb voraussichtlich erforderlich würde,<sup>254</sup> erübrigen.

Allerdings könnten Zweifel an der rechtlichen Zulässigkeit der Nutzung der bestehenden Abwicklungsanstalt *als solcher* für eine vollständige Abwicklung der zur HRE-Gruppe gehörenden Banken vorgebracht werden. Zwar ist mit § 13 Ib FMStFG die Möglichkeit zu einer Übertragung von Risikopositionen und von nicht strategienotwendigen Geschäftsbereichen auf eine existierende Abwicklungsanstalt auch über den 31.12.2010 hinaus geschaffen worden. Die FMS Wertmanagement könnte also für die Abwicklung weiterer Vermögenswerte und Geschäftsbereiche genutzt werden. Indessen könnten Einwände gegenüber der Nutzung der Abwicklungsanstalt für eine *vollständige* Abwicklung der übertragenden Bank vorgebracht werden. Diese Einwände könnten darauf gestützt werden, dass eine Übernahme von Risikopositionen oder nichtstrategienotwendigen Geschäftsbereichen gemäß § 8a IV FMStFG voraussetzt, dass die übertragende Gesellschaft über ein tragfähiges Geschäftsmodell und grundsätzlich eine im Einzelfall angemessene Kapitalausstattung verfügt. Hieraus könnte ein Argument entwickelt werden, dem zufolge eine Abwicklungsanstalt nie zur vollständigen Abwicklung eines Instituts genutzt werden dürfe, da immer ein – wenn auch noch so kleines – Rest-Institut verbleiben müsse, das fortgeführt werde.

Im Ergebnis hält der Expertenrat diese Bedenken nicht für durchschlagend. Zum einen fordert § 8a IV gerade nicht die Fortführung des Instituts. Hätte der Gesetzgeber dies zur Voraussetzung einer Übertragung machen wollen, hätte es nahegelegen, dies in dieser Deutlichkeit anzuordnen. Die Vorschrift fordert vielmehr lediglich das Vorhandensein eines *tragfähigen Geschäftsmodells*. § 8a IV FMStFG stünde also der Abwicklung der zur HRE-Gruppe gehörenden Banken jedenfalls dann nicht entgegen, wenn der Bund zu dem Schluss käme, dass die Institute über ein tragfähiges Geschäftsmodell verfügen, aber wegen der fehlenden Aussicht auf die Erzielung eines substanziell über dem Abwicklungswert liegenden Veräußerungserlöses die Entscheidung für eine Einstellung des Neugeschäfts und eine Abwicklung des Bestandsgeschäfts trafe.

Für das Verständnis der Bestimmung des § 8 IV Nr. 4 FMStFG ist darauf hinzuweisen, dass die sog. Risikoaktivamitteilung der Europäischen Kommission (hierzu schon Abschnitt II.1.1.2.1) für die Einrichtung sog. Bad Banks grundsätzlich die (Wieder-) Herstellung der Rentabilität des Rest-Instituts fordert, das durch Übertragung wertgeminderter Vermögenswerte entlastet wird.<sup>255</sup> Das FMStFG bringt diese Anforderung in der besagten Vorschrift zum Ausdruck; die Europäische Kommission hat die Vereinbarkeit des deutschen Gesetzes mit den von ihr postulierten Grundsätzen am 31.7.2009 festgestellt.<sup>256</sup> Aus dem

---

<sup>254</sup> Hierzu oben: Ausstiegsoption Verkauf der pbb.

<sup>255</sup> Mitteilung der Kommission über die Behandlung wertgeminderter Aktiva im Bankensektor der Gemeinschaft, ABl.EU 2009 Nr. C 72/1 („Risikoaktivamitteilung“) Rn. 19 f., 48 ff.

<sup>256</sup> Kommission, Entscheidung vom 31.7.2009, K (2009) 6134 endg. in der Sache N 314/2009 *Deutsche Entlastungsregelung für wertgeminderte Vermögenswerte*; vgl. auch Pressemitteilung der Europäischen

Gesagten folgt aber keineswegs, dass der Übergang von einer auf der Grundlage des deutschen Gesetzes begonnen teilweisen Abwicklung zu einer vollständigen Abwicklung unzulässig wäre. Würde eine solche Entscheidung getroffen, so würde sich allerdings die rechtliche Einordnung ändern: Die beihilferechtliche Beurteilung unterläge fortan den Grundsätzen zu einer kontrollierten Abwicklung, die die Kommission in ihrer Bankenmitteilung aufgestellt hat (auch dazu bereits Abschnitt II.1.1.2.1).<sup>257</sup> Der Übergang zu einer kontrollierten Liquidation der gesamten Gruppe unter Nutzung der Strukturen der FMS Wertmanagement bedürfte daher nach der Beurteilung des Expertenrates einer beihilferechtlichen Prüfung durch die Europäische Kommission. Würden die von der Kommission in der Bankenmitteilung aufgestellten Grundsätze beachtet – insbesondere die Entstehung „moralischer Risiken“ möglichst vermieden – so bestehen hinsichtlich der materiellen Vereinbarkeit mit dem europäischen Beihilferecht keine Bedenken.

Der Expertenrat hält es für möglich, dass die Nutzung der Strukturen der FMS Wertmanagement – oder, im Fall des Bestehens rechtlicher Bedenken hiergegen die Nutzung von parallel dazu geschaffenen, entsprechenden rechtlichen Strukturen – eine Abwicklung unter Nutzung erheblicher wirtschaftlicher Vorteile bei der Refinanzierung erlaubt. Während die pbb über ein ‚A‘-Rating verfügt (und ohne den Vorteil der Eigentümerschaft des Bundes nach der Beurteilung von Marktteilnehmern ein nochmals um mehrere Stufen schwächeres Rating aufwiese), profitiert die FMS Wertmanagement als Anstalt des Bundes von einem AAA-Rating. Die während der Abwicklungsphase erforderliche Refinanzierung könnte auf einer solchen Grundlage zu erheblich günstigeren Konditionen erfolgen als bei einer Fortführung des Bankbetriebs. Der Expertenrat hat aus wettbewerblicher Sicht keine Bedenken gegenüber der Nutzung dieses Vorteils, da die Bank nach Einstellung ihres Neugeschäfts kein Wettbewerber mehr wäre und der Vorteil nur dem Bund – als ihrem Eigentümer – zugute käme.<sup>258</sup>

Auch Bedenken, dass gerade die Abwicklung einer *Pfandbriefbank* durch eine Abwicklungsanstalt aus Rechtsgründen unterbleiben müsse, hält der Expertenrat für unbegründet. Richtig ist, dass das Trennungsprinzip des Pfandbriefgesetzes auch in der Abwicklung gewahrt bleiben muss: die Deckungsstöcke bilden eine vom allgemeinen Vermögen der Pfandbriefbank getrennte Vermögensmasse, die im Fall eines (hier zunächst nicht diskutierten) Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Pfandbriefbank nicht in die Insolvenzmasse fallen (§ 30 I Satz 1 PfandbriefG). Die Forderungen der Pfandbriefgläubiger werden von der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Pfandbriefbank nicht berührt (§ 30 I Satz 2 PfandbriefG). Dieses Prinzip kann im Fall einer Abwicklung über eine Abwicklungsbank auf verschiedenen Wegen gewahrt werden. Ein gebräuchliches Verfahren besteht darin, die Vermögenswerte in dinglicher Hinsicht beim in Abwicklung befindlichen Institut und damit unter der Aufsicht des Treuhänders zu belassen und lediglich auf schuldrechtlichem Wege auf die Abwicklungsanstalt zu übertragen. Eine andere Gestaltungsmöglichkeit bestünde darin, die Vermögenswerte auf die Abwicklungsanstalt zu übertragen und dort – in der Anstalt – das Trennungsprinzip aufrechtzuerhalten. Dies könnte allerdings nach der Beurteilung des Expertenrates eine Änderung der Gesetzeslage erfordern. Ein Nachteil bei dieser wie bei jeder anderen Konstruktion besteht für den Bund darin, dass

---

Kommission, „State aid: Commission approves German asset relief scheme“, abrufbar unter <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1216>.

<sup>257</sup> Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der derzeitigen globalen Finanzkrise, ABl.EU 2008 Nr. C 270/8 („Bankenmitteilung“).

<sup>258</sup> Die Europäische Kommission hat Aussagen zur Vereinbarkeit von Liquidationsmaßnahmen mit dem Beihilfenrecht in der Bankenmitteilung (vorige Fußnote) in Rn. 43 ff. getroffen.

die Vermögenswerte dem dinglichen Zugriff der Abwicklungsanstalt entzogen bleiben und diese das ungeminderte Risiko einer *Insolvenz* der übertragenden Bank trüge. Dies ist freilich der Konstruktion des Pfandbriefs geschuldet, an dessen überragender Sicherheit gerade ein hohes politisches Interesse besteht. Hieraus einen Einwand gegen die Abwicklung herzuleiten, hieße, Pfandbriefbanken generell für nicht abwickelbar zu erklären. Aus Sicht des Expertenrates begründet das hier aufgezeigte, angesichts des pfandbriefrechtlichen Trennungsprinzips nicht auf Pfandbriefgläubiger abwälzbare Risiko des Bundes im Falle einer Insolvenz auch deshalb keinen Einwand, weil der Expertenrat an dieser Stelle ohnehin nicht die Durchführung eines Insolvenzverfahrens diskutiert, sondern eine schonende Abwicklung der Art, wie sie bereits durch die Abwicklungsanstalten FMS Wertmanagement und Erste Abwicklungsanstalt praktiziert wird.

Ein weiterer Weg zur Abwicklung der pbb könnte darin bestehen, dass die Hypo Real Estate Holding AG sämtliche Anteile an der pbb auf die Abwicklungsanstalt überträgt und diese hierdurch mit der Veräußerung respektive Abwicklung der pbb betraut wird. Eine solche Verfahrensweise wird im Hinblick auf die Westdeutsche Immobilienbank (WestImmo) – gleichfalls eine Pfandbriefbank – öffentlich diskutiert.

Sollten gegenüber einer Abwicklung der pbb Bedenken aus rechtlichen Gesichtspunkten hergeleitet werden, so ist ergänzend darauf hinzuweisen, dass dem Bund Möglichkeiten zur Gestaltung der den Ausstieg aus den Bundesbeteiligungen betreffenden Rechtslage zu Gebote stehen. Dies gilt beispielsweise auch gegenüber dem bereits diskutierten Einwand, § 8a IV FMStFG in der derzeit geltenden Fassung setze voraus, dass die übertragende Gesellschaft über ein tragfähiges Geschäftsmodell verfüge. Welch weitreichende rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten der Bund hat, kann anhand der im Jahr 2010 erfolgten Gesetzgebung gezeigt werden, mit der die Umwandlung der dem Bund an Finanzinstituten zustehenden Stillen Beteiligungen in Aktienbeteiligungen sowie andere Wege zu ihrer Rückführung erleichtert worden sind.<sup>259</sup> Hieran wird deutlich, dass die Entscheidung über einen Ausstieg durch Abwicklung nicht vom geltenden Recht, sondern vom Willen der politisch Verantwortlichen abhängt.

### **2.3.3.2 Auswirkungen auf Arbeitnehmer, Anreizsetzung bei Verwertung**

Eine Abwicklung der pbb würde unmittelbar zu einem Verlust von Arbeitsplätzen führen. Allerdings wären vorwiegend qualifizierte Arbeitnehmer mit guten anderweitigen Beschäftigungsschancen betroffen. Auch würden nicht sämtliche bei der Bank beschäftigten Arbeitnehmer ihre Stellen verlieren. Zum einen wird derjenige Teil der Mitarbeiter der pbb, der aufgrund des mit der FMS Wertmanagement bestehenden Servicevertrages für die Abwicklungsanstalt Dienstleistungen erbringt, in diesem Rahmen auch weiterhin benötigt. Darüber hinaus werden, wenn die Bank auch im Übrigen abgewickelt wird, in diesem Zusammenhang voraussichtlich weitere Mitarbeiter benötigt.

Der Expertenrat empfiehlt, bei der Verwertung von Vermögenswerten verstärkt Anreizmechanismen für die handelnden Personen einzusetzen. Mit geschickt gesetzten wirtschaftlichen Anreizen könnten die Chancen auf eine Maximierung des wirtschaftlichen Ergebnisses gesteigert werden. Auch im Hinblick auf die Erreichung zeitlicher Ziele könnten für die handelnden Personen Anreize gesetzt werden. Allerdings sollten bei der Gestaltung der Veräußerungsbedingungen unvorteilhafte Selbstbindungen vermieden werden: Das Beispiel des versuchten Verkaufs der Westdeutschen Immobilienbank AG (WestImmo) im Jahr 2010

---

<sup>259</sup> Hierzu schon oben in Abschnitt II.1.2.

weist auf die Gefahr hin, dass Kaufinteressenten das Bestehen fester Verkaufsfristen zu ihrem Vorteil zu nutzen versuchen.

### **2.3.3.3 Keine Gemeinwohlnachteile bei Abwicklung**

Nach Beurteilung des Expertenrates erbringt die pbb als solche keine volkswirtschaftlich unentbehrliche Leistung. Es trifft zu, dass die HRE-Gruppe in der Vergangenheit im In- und Ausland wesentlich zur Kreditversorgung in den Bereichen der Immobilien- und der Staatsfinanzierung beigetragen hat. Über ihre Kernbank pbb spielt die Gruppe als Emittent von Pfandbriefen weiterhin eine wichtige Rolle. Pfandbriefe als solche haben sich – auch wenn Pfandbriefbanken einer starken Konkurrenz durch andere Institute ausgesetzt sind - als Finanzierungsinstrument bewährt. Es ist aber nicht erforderlich, dass die hiermit bezeichneten Finanzierungsfunktionen gerade durch die pbb erfüllt werden. Die Märkte für Immobilien- und Staatsfinanzierung sind, wie bereits betont wurde, überbesetzt; auf diesen Märkten ist eine erhebliche Zahl von Pfandbriefbanken mit z.T. beträchtlichen Geschäftsvolumina aktiv, die in privater Eigentümerschaft stehen.

Die Systemrelevanz der HRE war ursprünglich damit begründet worden, dass diese Bank eine dominierende Stellung auf dem Markt für Pfandbriefe habe und eine Insolvenz der HRE die Stabilität des Pfandbriefmarktes insgesamt in Frage stellen würde. Durch die Stützungsmaßnahmen des Bundes ist eine Situation erreicht worden, die eine langsame Abwicklung der HRE ermöglichen würde, ohne dass es zu negativen Auswirkungen auf die Systemstabilität und auf die Refinanzierungsmöglichkeiten anderer Pfandbriefbanken kommen würde. Der Expertenrat sieht im Fall eine Abwicklung der pbb (und der Gruppe im Ganzen) keine Risiken für die Stabilität des Finanzsystems gegeben. Die heutige Situation entscheidet sich grundlegend von derjenigen im Herbst 2008, als die HRE ein ungleich größeres Geschäftsvolumen hatte und ihr Ausfall zahlreiche andere Finanzinstitute in ihrem Bestand gefährdet hätte. Nach der Einschätzung des Expertenrates würde im Fall einer geordneten Abwicklung grundsätzlich keine Bestandsgefahr für andere Unternehmen des Finanzsektors eintreten, da Vertragsbeziehungen bei dieser Abwicklungsform grundsätzlich nicht abrupt beendet, sondern entweder bis zum Beendigungszeitpunkt ausgeführt, im Wege der Einigung modifiziert oder auf dritte Parteien übertragen werden.

Gegen die Möglichkeit einer Abwicklung sollte nicht vorgebracht werden, dass im Moment ihrer Ankündigung die Möglichkeit zur Refinanzierung der pbb oder der HRE-Gruppe zusammenbrechen und ein „Bank Run“ eintreten könnte. Ob Vertragspartner – unter Einschluss von Refinanzierern - ihre Geschäftsbeziehungen mit der HRE-Gruppe beenden, wird entscheidend davon abhängen, welche Folgen sie bei einer Abwicklung zu gewärtigen hätten. Die erfolgreiche Tätigkeit der beiden Abwicklungsanstalten FMS Wertmanagement (für die HRE-Gruppe) und Erste Abwicklungsanstalt (für die WestLB) gibt einen Hinweis darauf, unter welchen Voraussetzungen eine geordnete Abwicklung erfolgreich durchgeführt werden kann. Entscheidend hierfür ist, ob Vertragspartner grundsätzlich von einer Erfüllung ihrer Forderungen ausgehen können. Dies ist im Fall der beiden Abwicklungsanstalten wegen der Einstandspflicht der Eigentümer (im Fall der HRE der Bund, bei der WestLB Land und Sparkassenverbände) der Fall. Würde der Bund als alleiniger Eigentümer der HRE im Zusammenhang mit einer Abwicklungsentscheidung kommunizieren, dass Vertragspartner grundsätzlich von einer Erfüllung ihrer Forderungen ausgehen können, so besteht für diese kein Anlass zu einem Abbruch der Beziehungen.

Nur ergänzend ist im hier angesprochenen Zusammenhang der Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems auf die mit dem Restrukturierungsgesetz neu geschaffenen Vorschriften der §§ 48a ff. KWG hinzuweisen. Sollte im Einzelfall eine Bestandsgefährdung bei einem anderen Kreditinstitut eintreten und von dessen Ausfall eine Gefahr für die Stabilität des

Finanzsystems ausgehen, so könnte die BaFin mit einer Restrukturierung dieses Instituts reagieren.<sup>260</sup> Der neu geschaffene, aus der sog. Bankenabgabe gespeiste Restrukturierungsfonds könnte sich an einem Institut beteiligen, auf das die BaFin durch Übertragungsanordnung systemwichtige Teile eines Instituts übertragen hätte. Der Fonds könnte, falls seine Mittel im Zeitpunkt erforderlicher Maßnahmen nicht ausreichen, bei der Gesamtheit der Kreditinstitute Sonderbeiträge erheben sowie nötigenfalls Kredite aufnehmen, welche ihrerseits später aufgrund der Erhebung von Sonderbeiträgen zurückgeführt werden könnten.<sup>261</sup> Sollten Zweifel an der Tauglichkeit dieser neu geschaffenen Instrumente zur Abwendung einer Systemgefahr vorgebracht werden, so gäbe dies Anlass zu einer Nachbesserung dieses gesetzlichen Instrumentariums. Dagegen könnten solche Zweifel nach der Überzeugung des Expertenrates kein Argument dafür begründen, bei möglicherweise für systemrelevant gehaltenen Instituten jegliche Abwicklung von vornherein auszuschließen. Anders zu argumentieren hieße in der Konsequenz, eine Abwicklung systemrelevanter Institute weiterhin um jeden Preis zu vermeiden. Eines der Ziele des Restrukturierungsgesetzes - Wege zu einer Abwicklung auch bei systemrelevanten Instituten zu eröffnen<sup>262</sup> und damit das mit solchen Marktstellungen verbundene Erpressungspotential auszuräumen – wäre, wenn eine solche Argumentation Gehör fände, verfehlt worden.

Der Expertenrat geht demgegenüber – wie dargelegt - davon aus, dass eine umsichtig eingeleitete Abwicklung nicht ohne weiteres eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems begründen würde.

#### **2.3.3.4 Wettbewerbseffekte einer Abwicklung**

Die für eine Abwicklung sprechenden Gründe werden nach dem Urteil des Expertenrates durch zwei Gesichtspunkte wesentlich verstärkt, die in dieser gutachterlichen Stellungnahme noch nicht angesprochen wurden: Zum einen würde mit der pbb derjenige Wettbewerber vom Markt genommen, der aufgrund der Eigentümerstellung des Bundes derzeit und bis auf weiteres einen wirtschaftlich nicht zu rechtfertigenden Vorteil im Wettbewerb hat. Die Eigentümerstellung des Bundes verschafft der pbb, wie bereits ausgeführt, im Verhältnis zu im Übrigen gleich aufgestellten Wettbewerbern einen erheblichen Vorteil bei der Refinanzierung. Markteinschätzungen zufolge beträgt der Vorteil der Unterstützung durch den Bund beim Rating zwei oder drei „notches“ (Stufen). Solange die pbb mit diesem Vorteil am Markt aktiv ist, verzerrt sie den Wettbewerb zu ihren Gunsten. Dies geht einerseits zu Lasten von Wettbewerbern, die sich ohne staatliche Unterstützung refinanzieren müssen. Zum anderen ist vom Eintritt derjenigen volkswirtschaftlichen Nachteile auszugehen, die mit Wettbewerbsverzerrungen allgemein verbunden sind und insbesondere in einer ineffizienten Ressourcenallokation bestehen.

#### **2.3.3.5 Wirtschaftliches Ergebnis einer Abwicklung**

Der Erlös einer Abwicklung lässt sich naturgemäß nicht im Einzelnen prognostizieren. Generell gilt, dass eine geordnete und geduldige Abwicklung – verglichen mit einem kurzfristigen Verkauf von Vermögenswerten – den höchsten Erlös bringt.

Im Hinblick auf die Berechnung eines möglichen Abwicklungserlöses weist der Expertenrat darauf hin, dass als maßgebliche Perspektive nur die des Bundes – für den dieses Gutachten

---

<sup>260</sup> Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung vom 9.12.2010, BGBl. I S. 1900.

<sup>261</sup> § 12 III Sätze 2-4 des Restrukturierungsfondsgesetzes, eingeführt mit dem Restrukturierungsgesetz, BGBl. 2010 Teil I, S. 1900.

<sup>262</sup> Siehe Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3204, S.1.

erstattet wird – in Betracht kommt. Bei einer detaillierten Analyse der wirtschaftlichen Auswirkungen einer Abwicklung der pbb, die der Bund vor einer Entscheidung hierüber anstellen wird, müssen nach Auffassung des Expertenrates die vorgenannten Vorteile – insbesondere die Entbehrlichkeit eines Aufbaus neuer Strukturen und die Vermeidung einer Duplizierung von Strukturen - in Rechnung gestellt werden. Insbesondere muss auch die Möglichkeit zur Nutzung der Refinanzierungsvorteile Berücksichtigung finden, die der Bund – der über ein AAA-Rating verfügt – bei einer Abwicklung im Vergleich zur fortgeführten Bank hat. Zudem können Positionen, die aus Sicht der Bank als Kosten erscheinen, aber Zuwendungen an den Bund darstellen, nicht als Kosten einer Abwicklung berücksichtigt werden, da sie den Bund nicht belasten.

In einem Vergleich mit dem voraussichtlichen Ergebnis einer Privatisierung dürfen zum anderen die bei einem Verkauf oder bei einem Börsengang erzielbaren Erlöse nicht überschätzt werden. Nach Einschätzung des Expertenrats erscheint es unwahrscheinlich, dass ein Verkauf bzw. ein Börsengang einen substanziiell über dem Abwicklungserlös der Bank liegenden Veräußerungserlös bringen wird.

#### **2.3.4 Ausstiegsoptionen – DEPFA Bank plc**

Im Hinblick auf die DEPFA Bank plc gilt im Ergebnis Ähnliches wie für die Deutsche Pfandbriefbank: Auch hier könnte ein Verkauf auf absehbare Zeit voraussichtlich keinen substanziiell höheren Erlös als den Abwicklungswert erbringen. Der Expertenrat begrüßt daher die bereits erfolgte erhebliche Reduzierung der Assets der Bank um etwa 95 %. Sollte sich im Zeitablauf die Möglichkeit zu einem Verkauf der substanziiell verkleinerten DEPFA Bank plc zu einem über ihrem Abwicklungswert liegenden Preis ergeben, so sollte diese Gelegenheit zu einer Erlösmaximierung nach Möglichkeit genutzt werden. Vor dem Hintergrund des Geschäftsmodells einer reinen „Public Sector Finance“-Bank welches unter privater Eigentümerschaft nur mit erheblichen Liquiditätsrisiken zu führen ist, geht der Rat aber davon aus, dass ein Verkauf in der jetzigen Form aussichtslos ist.

#### **V.2.4 Zusammenfassung und Empfehlung**

Nach der Beurteilung des Expertenrats bestehen für eine erfolgreiche Privatisierung der Banken, an denen die Hypo Real Estate Holding AG beteiligt ist, nur begrenzte Chancen. Eine Veräußerung der DEPFA Bank plc in ihrer jetzigen Form hält der Expertenrat für aussichtslos. Im Hinblick auf die Deutsche Pfandbriefbank AG (pbb) erscheinen die Chancen einer Privatisierung unsicher. Die Märkte für Immobilien- und Staatsfinanzierung, auf denen die Bank aktiv ist, sind durch Überkapazitäten, großen Wettbewerbsdruck und Margenschwäche gekennzeichnet. Ob die pbb die für die Erzielung einer auskömmlichen Marge erforderlichen Kostenvorteile erreichen kann, erscheint dem Expertenrat nicht gesichert. Derzeit ist die Bank von dem erforderlichen Rating – wenn der Vorteil der Eigentümerschaft des Bundes außer Betracht bleibt – noch um mehrere Stufen entfernt. Eine zusätzliche Unsicherheit ist im Laufe des Jahres 2010 im Hinblick auf im Bereich der Staatsfinanzierung bestehende Risiken eingetreten. Diese Unsicherheit betrifft sowohl die Werthaltigkeit bestehender Kredite als auch die künftigen Geschäftsaussichten in Staaten, in denen die pbb einen Schwerpunkt ihrer Aktivitäten gesetzt hat. Der Expertenrat geht bei Inrechnungstellung dieser Rahmenbedingungen davon aus, dass eine Veräußerung der pbb innerhalb eines überschaubaren Zeitraums von drei bis fünf Jahren – falls sie gelingt – voraussichtlich keinen substanziiell höheren Erlös einbringt als den Abwicklungswert. Der Expertenrat bezweifelt auf der Grundlage der mit Marktteilnehmern geführten Gespräche, dass Berechnungen, die einen höheren Veräußerungserlös prognostizieren, auf realistischen Annahmen beruhen. Er weist in diesem Zusammenhang auf die besondere Schwierigkeit oder Unmöglichkeit eines Verkaufs von Pfandbriefbanken – etwa die Unmöglichkeit einer

Veräußerung der Westdeutschen Immobilienbank (WestImmo) im Jahr 2010 zu einem höheren Wert als dem Buchwert oder dem Abwicklungswert – hin (zum Ganzen V.2.3.1 und V.2.3.2).

Der Expertenrat sieht die Gefahr, dass bei einer vorläufigen Fortführung der pbb als aktiv um Neukunden werbende Pfandbriefbank der Ausstieg des Bundes aus seinem Engagement bei diesem großen Institut misslingen könnte: Nach Ansicht des Expertenrates besteht ein nicht geringes Risiko, dass die Privatisierung nicht erfolgreich ist und der Bund als Aktionär in einer Bank verbleibt, die ihr Geschäft wieder ausgebaut hat und deren „Wettbewerbsfähigkeit“ auf dem Vorteil der Bundesbeteiligung beruht. Angesichts der Größe der HRE-Gruppe und ihrer Vorgeschichte befürchtet der Expertenrat, dass ein Fortbetreiben als hundertprozentige Staatsbank auch unter dem Gesichtspunkt der Pflege der grundlegenden Institutionen einer privatwirtschaftlich-marktwirtschaftlichen Ordnung eine – freilich nicht quantifizierbare – gemeinwohlschädliche Wirkung hätte.

Der Expertenrat empfiehlt – in Kenntnis der für die HRE-Gruppe und der für den SoFFin erstellten Gutachten und nach eingehender Befassung mit diesen - der Bundesregierung, unter Abwägung der für eine erfolgreiche Privatisierung bestehenden Chancen und Risiken und unter Berücksichtigung der möglichen Wirkungen ihrer Entscheidung für die marktwirtschaftlich-wettbewerbliche Ordnung die Ausstiegsoption einer Abwicklung der gesamten Hypo Real Estate-Gruppe – unter Einschluss der pbb – sehr ernsthaft in Betracht zu ziehen. Dabei hält es der Expertenrat aus Verfahrensgründen für eine Selbstverständlichkeit, dass die Bundesregierung ihre Entscheidung nicht auf Gutachten oder Expertisen von Unternehmen oder Einrichtungen stützen wird, die für das betroffene Institut tätig sind oder in der Vergangenheit tätig gewesen sind.

## V.2.5 Nachweise

- Deutsche Pfandbriefbank*, Geschäftsbericht 2009, [http://www.pfandbriefbank.com/fileadmin/user\\_upload/downloads/investor\\_relations/reports/GB09\\_pbb\\_Einzelabschluss\\_10\\_03\\_25\\_GL.pdf](http://www.pfandbriefbank.com/fileadmin/user_upload/downloads/investor_relations/reports/GB09_pbb_Einzelabschluss_10_03_25_GL.pdf).
- FAZ vom 4.10.2010, Nr. 230, S. 15, „Hypo Real Estate spaltet problemlos Bad Bank ab“.
- FAZ vom 13.10.2010, Nr. 238, S. 17, „Hypo Real Estate gibt einen Teil der Garantien zurück“.
- Finanzministerium des Landes Nordrhein-Westfalen*, Finanzbericht 2010, 20.7.2009, A 51, [http://www.fm.nrw.de/haushalt\\_und\\_finanplatz/haushalt/04\\_finanplanung/20\\_mfp\\_2009\\_2013\\_finanbericht\\_internet.pdf](http://www.fm.nrw.de/haushalt_und_finanplatz/haushalt/04_finanplanung/20_mfp_2009_2013_finanbericht_internet.pdf).
- Hypo Real Estate Group*, Geschäftsbericht 2009, [http://www.hyporealestate.com/pdf/GB09\\_HRE\\_10\\_03\\_29\\_11\\_40\\_GL.pdf](http://www.hyporealestate.com/pdf/GB09_HRE_10_03_29_11_40_GL.pdf).
- Köhler, Peter/Ludwig, Thomas/Nagl, Hans G.*, West LB stoppt Verkauf ihrer Immobilientochter, Handelsblatt vom 8.12.2010.
- Landschaftsverband Rehinland*, LVR-Beteiligungsbericht 2009, <http://www.lvr.de/app/resources/beteiligungsbericht.pdf>.
- Peitsmeier, Henning*, Schweinsbraten zur „kalten Enteignung“, FAZ vom 6.10.2009, Nr. 231, S. 13.
- Pressemitteilung der Europäischen Kommission, „State aid: Commission approves German asset relief scheme“, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1216>
- Pressemitteilung SoFFin vom 14.10.2009, „HRE – Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre nach erfolgtem Squeeze-Out“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 26.11.2009, „SoFFin unterstützt WestLB“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 8.7.2010, „FMS Wertmanagement – Abwicklungsanstalt der Hypo Real Estate (HRE) gegründet“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 22.9.2010, „Befüllung der FMS Wertmanagement zum 30. September 2010 beschlossen“.
- Pressemitteilung SoFFin vom 3.10.2010, „HRE- Abspaltung auf die FMS Wertmanagement erfolgreich verlaufen“.
- Weber, Axel A.*, Auf dem Weg zu einem stabileren Finanzsystem: Basel III, Rede auf dem Bankenabend der Hauptverwaltung München vom 19.10.2010

## V.3 WestLB AG

### V.3.1 Rahmenbedingungen

#### 3.1.1 Beteiligungen<sup>263</sup>

- 17,77 % Bundesland NRW
- 30,86 % NRW.Bank
- 25,03 % Rheinischer Sparkassen- und Giroverband Düsseldorf
- 25,03 % Sparkassenverband Westfalen-Lippe
- 0,65 % Landschaftsverband Rheinland
- 0,65 % Landschaftsverband Westfalen-Lippe

#### 3.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen

##### 3.1.2.1 Vorgeschichte der Bundesbeteiligung

Mit Wirkung zum 31.3.2008 lagerte die WestLB risikobehaftete Wertportfolien mit einem Volumen von 23 Mrd. Euro in eine *Zweckgesellschaft* mit dem Namen Phoenix in Irland aus. Die Eigentümer der Bank, zu denen auch das Land NRW zählt, gewährten eine *Garantie* in Höhe von 5 Mrd. Euro, die auch weiterhin besteht. 3 Mrd. Euro der Garantie trägt das Land NRW allein, die restlichen 2 Mrd. Euro tragen die Eigentümer entsprechend ihrer Anteile. Im Außenverhältnis trägt das Land NRW die vollen 5 Mrd. Euro.

##### 3.1.2.2 Maßnahmen des Bundes

Am 11.12.2009 wurde von der FMSA unter dem Namen „*Erste Abwicklungsanstalt*“ (EAA) eine Bad Bank nach § 8a FMStFG für die WestLB gegründet.<sup>264</sup> In diese wurde ein Portfolio von nominal rund 77 Mrd. Euro an strukturierten Wertpapieren, sonstigen Risikopositionen und nicht strategierelevanten Geschäftsbereichen ausgelagert, das etwa ein Drittel des Geschäftsvolumens der WestLB ausmacht. Dabei stellt das Phoenix-Portfolio den größten Einzelposten dar. Während die erste Übertragung von strukturierten Wertpapieren mit einem HGB-Buchwert von etwa 6,2 Mrd. Euro und Verbindlichkeiten mit einem Nennwert von etwa 5,6 Mrd. Euro am 23.12.2009 rückwirkend zum 1.1.2009 stattfand, erfolgte die Abspaltung des Hauptteils am 30.4.2010 und wirkt auf den 1.1.2010 zurück.<sup>265</sup>

Die EAA ist im Rahmen der Übertragung mit 3,267 Mrd. Euro *Eigenkapital* durch die WestLB kapitalisiert worden.<sup>266</sup> Zudem gewähren die Eigentümer Garantien in Höhe von 1

---

<sup>263</sup> Finanzministerium des Landes Nordrhein-Westfalen, Finanzbericht 2010, 20.7.2009, A 51; Landschaftsverband Rheinland, LVR-Beteiligungsbericht 2009, S. 25; Pressemitteilung SoFFin vom 26.11.2009, „SoFFin unterstützt WestLB“; Unternehmenswebseite, abrufbar unter [http://www.westlb.de/cms/sitecontent/-westlb/westlb\\_de/de/wlb/ueber\\_uns/wir\\_ueber\\_uns.standard.gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTYyMWM3N2Q-2N2Q0YmU1NmI0OGU\\_.html](http://www.westlb.de/cms/sitecontent/-westlb/westlb_de/de/wlb/ueber_uns/wir_ueber_uns.standard.gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTYyMWM3N2Q-2N2Q0YmU1NmI0OGU_.html).

<sup>264</sup> Pressemitteilung SoFFin vom 26.11.2009, „SoFFin unterstützt WestLB“.

<sup>265</sup> Webseite der Ersten Abwicklungsanstalt, abrufbar unter <http://www.aal.de/wir-ueber-uns.php>.

<sup>266</sup> Pressemitteilung SoFFin vom 14.12.2009, „Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung errichtet Abwicklungsanstalt der WestLB“; Webseite der Ersten Abwicklungsanstalt, abrufbar unter <http://www.aal.de/verlustausgleichspflichten.php>.

Mrd. Euro. Für weitere unerwartete Verluste müssen das Land NRW sowie der Rheinische Sparkassen- und Giroverband zusammen mit dem Sparkassenverband Westfalen-Lippe jeweils mit 4 Mrd. Euro einstehen. Die Sparkassen haben dabei die Möglichkeit, die auf sie entfallenden 4 Mrd. Euro in 25 Jahren anzusparen. Weitere Verluste werden von der FMSA und dem Land NRW getragen.

Der SoFFin unterstützte die WestLB-Kernbank mit einer *Stillen Einlage* in Höhe von 3 Mrd. Euro.<sup>267</sup> Die letzte der drei Tranchen wurde am 30.4.2010 gezahlt. Seit dem 1.7.2010 besteht ein Wandlungsrecht in Aktien. Mit der Ausgliederung eines Teils der Geschäfte in die Abwicklungsanstalt erfolgt auch eine rechtliche Trennung, so dass die Auflagen der EU hinsichtlich der Reduzierung der Bilanzsumme und der Reduzierung der RWA erfüllt werden.

### 3.1.2.3 Stand des Beihilfeverfahrens

Die Europäische Kommission erklärte am 12.5.2009<sup>268</sup> die im Jahr 2008 erfolgte Auslagerung von Wertportfolien auf die Zweckgesellschaft Phoenix und die Übernahme von Garantien durch die Eigentümer der Bank vorbehaltlich der Einhaltung einiger Auflagen für mit dem Gemeinsamen Markt vereinbar. Zu den Auflagen gehört, dass die WestLB AG bis zum 31.12.2011 veräußert werden muss. Zudem ist die Bilanzsumme bis zum 31.3.2011 um 50 % zu reduzieren. Ferner müssen die Risk Weighted Assets (RWA) bis zum 31.3.2011 um 50 % auf 52 Mrd. Euro reduziert werden. Darüber hinaus sind die Kerngeschäftstätigkeiten zu entflechten und segmentierten Teilbereichen zuzuordnen, die bis zum 31.12.2011 zu veräußern sind. Bis zu diesem Zeitpunkt ist ein externes Wachstum nicht gestattet. Des Weiteren wird eine Begrenzung des Geschäftsvolumens einiger Geschäftsbereiche vorgegeben. Außerdem müssen mehrere Standorte geschlossen und es dürfen keine neuen Standorte errichtet werden. Schließlich sind verschiedene Beteiligungen zu veräußern.

Hinsichtlich der Errichtung der Ersten Abwicklungsanstalt und der Übertragung von Wertportfolien auf die Anstalt erteilte die Kommission am 22.12.2009 zunächst für sechs Monate unter Auflagen eine vorläufige Genehmigung.<sup>269</sup> Am 22.6.2010 verlängerte sie die Genehmigung mit einstweiliger Wirkung.<sup>270</sup> An einer endgültigen Entscheidung fehlt es bislang, weil der Wert des Portfolios und damit auch der genaue Beihilfebetrag noch nicht feststehen. Die Kommission kritisierte, dass bei der Gründung der Abwicklungsanstalt die Voraussetzungen der Mitteilung über die Behandlung wertgeminderter Aktiva vom 25.2.2009 bezüglich Transparenz und Offenlegung, Bewertung, Lastenteilung und Vergütung nicht beachtet worden seien. Zudem stellte sie in Frage, dass die WestLB langfristige Rentabilität erreichen könne, dass eine angemessene Lastenteilung gewährleistet sei und dass die Wettbewerbsverzerrungen ausreichend aufgefangen würden, wie es die Umstrukturierungsmittlung vom 22.7.2009 verlange. Am 17.11.2010 setzte die Kommission der WestLB eine Frist bis zum 15.2.2011 für die Erstellung eines neuen Sanierungsplanes.<sup>271</sup> Gleichzeitig wurde eine für die Veräußerung der Westdeutsche Immobilienbank AG (WestImmo) geltende Frist, die ursprünglich am 31.12.2010 endete, bis zum 15.2.2011 verlängert.

---

<sup>267</sup> FAZ vom 26.11.2009, Nr. 275, S. 11, „Rettungsfahrplan für die WestLB findet breite Zustimmung – Die angeschlagene Landesbank soll vom Bund bis zu 4 Mrd. Euro erhalten“.

<sup>268</sup> Kommission, Entscheidung vom 12.5.2009, ABl.EU 2009 Nr. L 345/1.

<sup>269</sup> Kommission, Entscheidung vom 22.12.2009, ABl.EU 2010 Nr. C 66/15.

<sup>270</sup> Kommission, Entscheidung vom 22.6.2010 K (2010) 4196 (endgültig) in der Sache N 249/2010 *Verlängerung der einstweiligen Genehmigung zusätzlicher Beihilfen für die WestLB AG im Rahmen der Auslagerung von Vermögenswerten, WestLB, Deutschland*.

<sup>271</sup> FAZ.NET vom 15.11.2010, „Neuer Sanierungsplan – Die EU setzt der WestLB eine Gnadenfrist“.

### **3.1.3 Vertragliche und satzungsrechtliche Regelungen**

Am 12. Dezember 2009 wurde der „Vertrag über die Errichtung einer Stillen Gesellschaft“ zwischen dem Finanzmarktstabilisierungsfonds, vertreten durch die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung, und der WestLB AG geschlossen. Weiterhin wurde am 22./23. April 2010 eine Aktionärsvereinbarung zwischen dem Finanzmarktstabilisierungsfonds und den Eigentümern der WestLB AG geschlossen. Diese Aktionärsvereinbarung ermöglicht es dem SoFFin, die Stille Einlage ganz oder teilweise in eine separate Aktiengattung der WestLB AG zu wandeln, um bis zu max. 49,9 % der Stimmrechte zu erlangen. Das Wandlungsrecht kann seit dem 1. Juli 2010 ausgeübt werden.

Zur Ausgestaltung der dem Bund im Fall einer Wandlung einzuräumenden Aktien enthält die Satzung der WestLB die folgenden Bestimmungen:

#### **3.1.3.1 § 4 V der Satzung der WestLB:**

Das Grundkapital der Gesellschaft ist gemäß §§ 7a FMStBG, 192ff. AktG um bis zu 966.649.007,45 (in Worten: neunhundertsechundsechzig Millionen sechshundertneunundvierzigtausendundsieben und fünfundvierzig Cent), eingeteilt in bis zu 22.695.306 Aktien der Gattung C, bedingt erhöht. Die bedingte Kapitalerhöhung dient ausschließlich der Bedienung von Wandlungsrechten, die dem Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS als Stilem Gesellschafter gewährt wurden (§ 7a I 1 FMStBG). Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt zu dem in dem Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 23. April 2010 bestimmten Ausgabebetrag. Die bedingte Kapitalerhöhung wird nur insoweit durchgeführt wie der Finanzmarktstabilisierungsfonds die ihm als Stilem Gesellschafter gewährten Wandlungsrechte ausübt. Die neuen Aktien nehmen vom Zeitpunkt ihrer Ausgabe an am Gewinn teil. Der Vorstand ist ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrats weitere Einzelheiten zur Abwicklung des Umtauschs festzulegen.

#### **3.1.3.2 § 18 VII der Satzung der WestLB:**

Die Aktien der Gattung C erhalten aus dem jährlichen Bilanzgewinn vor allen anderen Gattungen einen Gewinnanteil von 10 % des auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Betrags des Grundkapitals und zusätzlich einen Gewinnvorzug in Höhe des Erlöses eines Verkaufs von Betriebsteilen und/oder Tochtergesellschaften der WestLB; als Erlös gilt der von der WestLB erzielte Erlös einschließlich aller Bestandteile, die als Gegenleistung für den Verkauf gewährt wurden, abzüglich des Buchwertes der veräußerten Vermögensgegenstände zum Zeitpunkt der Veräußerung sowie abzüglich darauf von der WestLB auf den Veräußerungsgewinn zu zahlender Steuern (Mehrdividende Gattung C). Der Gewinnvorzug ist begrenzt auf den Nennbetrag der vom Finanzmarktstabilisierungsfonds der WestLB aufgrund eines Vertrages vom 12. Dezember 2009 (UR-Nr. 2697/2009 des Notars Dr. Dirk Ittner) gewährten Stillen Einlage ohne Herabschreibung aufgrund von Verlustteilnahmen, zuzüglich ausstehender Zinszahlungen, abzüglich von der WestLB an den Finanzmarktstabilisierungsfonds geleisteter Tilgungen der Stillen Einlage und abzüglich von Beträgen, die der Finanzmarktstabilisierungsfonds bereits als Gewinnvorzug erhalten hat. Eine wechselseitige Anrechnung von Gewinnanteil und Gewinnvorzug findet nicht statt. Reicht der Bilanzgewinn nicht zur vollständigen Vorwegausschüttung dieser Mehrdividende aus, so wird der geringere vorhandene Bilanzgewinn vollständig auf die Aktien der Gattung C verteilt. Fehlende Beträge werden in Folgejahren nicht nachgezahlt.

#### **3.1.3.3 § 18 VIII der Satzung der WestLB:**

Das Gesellschaftsvermögen der WestLB AG ist bei einer Liquidation der WestLB AG zunächst an die Inhaber der Aktien der Gattung C prozentual bis zur Höhe ihres Anteils am

Grundkapital der WestLB AG zu verteilen. Nach der Verteilung an die Inhaber der Aktien der Gattung C verbleibendes Gesellschaftsvermögen der WestLB AG ist an die übrigen Aktionäre der WestLB AG jeweils nach deren Anteil am Grundkapital der WestLB AG zu verteilen.

### **V.3.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligung: Grundsätzliches**

#### **3.2.1 Geschäftsmodell der WestLB**

Die WestLB AG versteht sich als eine „europäische Geschäftsbank“.<sup>272</sup> Mit einer Bilanzsumme von rund 250 Mrd. Euro (per 30.6.2010: 251,2 Mrd. Euro<sup>273</sup>) zählte sie in den vergangenen Jahren zu den zehn größten deutschen Kreditinstituten.<sup>274</sup> Die WestLB AG sieht ihre wesentlichen Stärken im engen geschäftlichen und strategischen Verbund mit den Sparkassen und einer ausgeprägten Expertise bei der Entwicklung innovativer Kapitalmarkt-Produkte und individueller strukturierter Finanzierungen für deutsche und internationale Kunden. Grundsätzlich teilt die WestLB AG ihr Geschäft in vier Geschäftsbereiche auf:

„Verbund & Mittelstand“: Für insgesamt 119 Sparkassen mit 2.800 Filialen in Nordrhein-Westfalen sowie in Brandenburg ist die WestLB langjähriger Verbundpartner. Diese Sparkassen repräsentieren mit 11,5 Millionen Kunden das größte regionale Sparkassennetz in Deutschland. Den Sparkassen und ihren privaten und mittelständischen sowie öffentlichen Kunden sollen speziell zugeschnittene Produkte und Services geliefert werden. Gemeinsam mit den Sparkassen betreut die WestLB angabegemäß mittelständische Firmenkunden bis zu einem Jahresumsatz von 250 Mio € Auch das Geschäft mit öffentlichen Kunden ist in diesem Geschäftsbereich gebündelt.

„Firmenkunden & Strukturierte Finanzierungen“: Zu den Produkten für Firmenkunden gehören, neben dem normalen Kreditgeschäft, Verbriefungen und Projektfinanzierungen

„Kapitalmarktgeschäft“: In diesem Geschäftsbereich ist neben dem Kapitalmarktgeschäft (Lösungen für Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen) auch das Asset Management gebündelt

„Transaction Banking“: In diesem Geschäftsbereich bietet die WestLB AG Ihren Kunden komplexe und maßgeschneiderte Inlands- und Auslandszahlungsverkehrslösungen sowie Individual-Services rund um das Konto. Zu den Produktgruppen gehören der Zahlungsverkehr, das Cash- und Liquiditätsmanagement, Internet-Zahlungssysteme, Electronic Banking/Datenübermittlung und Kartensysteme.<sup>275</sup>

#### **3.2.2 Einschätzung des Expertenrates**

Die grundsätzlichen Probleme des Landesbankensektors wurden in Abschnitt III eingehend behandelt. Die Landesbanken, die erst zu einer Zeit in den Markt eintraten, zu der wesentliche Geschäftsfelder von anderen Instituten besetzt waren, hatten Schwierigkeiten mit der Entwicklung profitabler Geschäftsmodelle. Wie andere Landesbanken hat die WestLB mangelnde Profitabilität immer wieder durch Eingehung größerer Risiken wettzumachen versucht. Als Beispiele für risiko- und verlustreiche Engagements im Zeitraum der vergangenen zehn Jahre können die Beteiligung und Kreditvergabe bei dem englischen

---

<sup>272</sup> Unternehmenswebseite, abrufbar unter [http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb\\_de/de.standard.-gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU\\_.html](http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb_de/de.standard.-gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU_.html).

<sup>273</sup> Unternehmenswebseite, abrufbar unter [http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb\\_de/de.standard.-gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU\\_.html](http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb_de/de.standard.-gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU_.html).

<sup>274</sup> Süddeutsche Zeitung vom 11.9.2010, S. 26, „Top 20 der deutschen Banken“.

<sup>275</sup> Unternehmenswebseite, abrufbar unter [http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb\\_de/de.standard.-gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU\\_.html](http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb_de/de.standard.-gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU_.html).

Unternehmen Boxclever<sup>276</sup>, Fehlspekulationen am deutschen Aktienmarkt<sup>277</sup> und der Erwerb risikobehafteter Verbriefungen von amerikanischen Subprime-Krediten<sup>278</sup> genannt werden.

Wie andere Landesbanken ist die WestLB den strukturellen Schwierigkeiten des deutschen Bankenmarktes in besonderer Weise ausgesetzt. In einem durch hohen Wettbewerbsdruck und hiervon ausgehender Margenschwäche gekennzeichneten Umfeld wirkt es sich ungünstig aus, dass die Bank kein eigenes breit angelegtes Einlagengeschäft hat. Ihr fehlt damit eine stabile und kostengünstige Refinanzierungsbasis. Diesem Nachteil stand nur bis zum Jahr 2005 ein aus der staatlichen Gewährträgerhaftung und Anstaltslast resultierender Refinanzierungsvorteil gegenüber.

### V.3.3 Ausstiegsoptionen

#### 3.3.1 Ausstiegsoption 1: Gesamtverkauf

Ziffer 2.2 des Anhangs zur Entscheidung der Europäischen Kommission vom 12. Mai 2009 bestimmt, dass die Eigentümer der WestLB AG ein Bieterverfahren einleiten und bis zum 31. August 2011 einen Kaufvertrag mit dem Erwerber abschließen, „so dass die Veräußerung spätestens am 1. Januar 2012 wirksam wird.“

Am 30. September 2010 wurde ein offener, transparenter und diskriminierungsfreier Verkaufsprozess der WestLB AG mit einer Zeitungsanzeige eingeleitet. Angebote möglicher Interessenten sollten bis zum 28. Oktober 2010 an den Verkaufsbeauftragten Friedrich Merz, der durch die Investmentbank Morgan Stanley unterstützt wird, gerichtet werden. Der Expertenrat geht davon aus, dass im Falle einer Veräußerung an einen Finanzinvestor erhebliche Unterstützung auf der Funding-Seite<sup>279</sup> durch die Alteigentümer geleistet werden müsste. Offen wären zudem nach einem Verkauf der Verbleib im bzw. die Teilnahme an einem notwendigen Einlagensicherungssystem. Die vorstehend beispielhaft genannten Schwierigkeiten wären für einen strategischen Käufer, sprich eine Bank, einfacher lösbar. Hier ist jedoch zu konstatieren, dass das Interesse von Banken schon zu einer Zeit, als die WestLB AG wirtschaftlich in einem deutlich besseren Zustand und das Finanzsystem nicht krisenbelastet war, begrenzt war. Dem Expertenrat erscheinen in der gegebenen Krisensituation die Chancen für einen Verkauf im Ganzen sehr begrenzt.

Sollte sich ein Verkauf im Ganzen abzeichnen, so sollte der Bund eine Wandlung seiner Stillen Einlage in Aktien in Betracht ziehen, falls und soweit sich hierdurch nach den vertraglichen Bestimmungen sein Anteil am Gesamterlös erhöhen würde.

#### 3.3.2 Ausstiegsoption 2: Verkauf in Teilen

Ziffer 6.1 des Anhangs zur Kommissionsentscheidung bestimmt, dass eine Veräußerung der Bank auch „in Teilen“ erfolgen darf. Als mögliche werthaltige Teilbereiche der WestLB AG, die einem separaten Verkaufsprozess zugeführt werden könnten, lassen sich unter anderem das Projektfinanzierungsgeschäft, das Kapitalmarktgeschäft mit dem Mittelstand sowie das Transaction Banking nennen. Insbesondere der letztgenannte Geschäftsbereich enthält einen substanziellen Anteil von Verbundgeschäft mit den Sparkassen in Nordrhein-Westfalen und

---

<sup>276</sup> Manager magazin vom 14.7.2003, „WestLB - Prüfer spüren schwere Fehler auf“, abrufbar unter <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,257021,00.html>.

<sup>277</sup> Luttmer, Financial Times Deutschland vom 28.9.2008, abrufbar unter <http://www.ftd.de/unternehmen/-finanzdienstleister/:streit-um-vorzugsaktien-west-lb-siegt-im-prozess-gegen-aktienhaendler/419370.html>.

<sup>278</sup> Der Spiegel vom 11.10.2010, S. 92 ff.

<sup>279</sup> In diesem Zusammenhang sei nur auf die Unterstützung von Lonestar, dem Käufer der IKB, durch die KfW verwiesen oder auf die Forderungen der Interessenten für die WestImmo.

Brandenburg und dürfte von daher nicht nur bei privaten Käufern aus dem Private Equity- wie auch strategischen Bereich, sondern auch bei Käufern aus dem öffentlich-rechtlichen Sektor von großem Interesse sein. Dies gilt übrigens für alle Geschäftsbereiche, bei denen auch nach einem Verkauf an eine dritte Partei wesentliches Verbundgeschäft im Sparkassensektor anfallen würde. Bei der einen oder anderen Funktion lassen sich unter Umständen hohe strategische Preise erzielen; insbesondere dann, wenn Teilnehmer aus dem öffentlich-rechtlichen Bereich sicherstellen wollen, dass diese Funktionen nicht privatisiert werden (siehe Beispiel Verkauf Landesbank Berlin).

Ein solcher Verkauf von Teilen würde die Möglichkeit zu einer einvernehmlichen (vollständigen oder teilweisen) Rückführung der Stillen Einlage begründen. Auch ohne ein solches Einvernehmen könnte der Bund im Fall eines Verkaufs über Buchwert am Erlös eines solchen Verkaufs von Teilen partizipieren. Um diese zuletzt genannte Möglichkeit zur Erlangung eines Gewinnvorzuges (§ 18 VII der Satzung der WestLB) zu nutzen, wäre es erforderlich, dass der Bund bei einem sich abzeichnenden Verkauf über Buchwert jedenfalls einen Teil der Stillen Einlage rechtzeitig in eine Aktienbeteiligung wandelt; dies würde die Chance auf Erhalt eines Gewinnvorzuges wahren. Allerdings sind die hohe Komplexität und die Kosten der Herauslösung einzelner Teile des Bankgeschäfts zu bedenken. Auch ist im Hinblick auf die Höhe des bei einer Veräußerung von Betriebsteilen erzielbaren Erlöses in Rechnung zu stellen, dass ein Erwerber zur Erfüllung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen erhebliche Kapitalisierungsleistungen zu erbringen haben wird. Dies wird die Zahlungsbereitschaft von Erwerbsinteressenten begrenzen.

### **3.3.3 Ausstiegsoption 3: Landesbankenkonsolidierung**

Gem. Ziffer 2.2 des Anhangs zur Kommissionsentscheidung vom 12. Mai 2009 „kann“ die Kommission „in begründeten Fällen“ anstelle des Verkaufs „einer Landesbankenkonsolidierung vor oder während des Bieterverfahrens zustimmen.“ Ziffer 6.6 des Anhangs präzisiert: „Dabei können die bisherigen Eigentümer zu Minderheitseigentümern werden, wenn die Kontrollmehrheit abgegeben wird.“ Anstelle einer Veräußerung der Bank im Ganzen oder in Teilen kann demnach auch eine Fusionslösung den Anforderungen der Kommissionsentscheidung gerecht werden. Allerdings gilt dies nicht ohne Weiteres: Vielmehr ist die Konsolidierungslösung als Ausnahme vom Prinzip der Veräußerungspflicht formuliert, die der besonderen Zustimmung der Kommission bedarf. Zudem erfordert die Konsolidierungslösung einer besonderen Begründung („in begründeten Fällen“).

Theoretisch ist denkbar, dass eine Fusion mit einer oder mehreren anderen Landesbanken wirtschaftliche Vorteile schafft. Sie könnte zu Einsparungen führen – zum Beispiel über die Verkleinerung von Stäben und die Auflösung von redundanten Funktionen und Standorten. Zudem könnten im Zuge einer Landesbankenkonsolidierung die Bilanzsumme und die Risikoaktiva der beteiligten Institute anteilig reduziert werden. Beide Effekte – Einsparungen und Bilanzsummenreduzierung – könnten eine Möglichkeit zur Rückführung von Kapital eröffnen. Im konkreten Fall der WestLB AG könnten sie die wirtschaftliche Grundlage für eine Rückführung der Stillen Einlage des SoFFin schaffen. Allerdings würde durch eine Fusion die Problematik des fehlenden oder problematischen Geschäftsmodells vieler Landesbanken als solche nicht gelöst. Zudem muss berücksichtigt werden, dass eine fusionierte Landesbank eine Größe erreichen könnte, die neue oder gesteigerte systemische Risiken birgt.

Die Möglichkeiten zu einer wertschaffenden Zusammenführung von Landesbanken erscheinen aber begrenzt. Die HSH Nordbank scheidet aufgrund der Fokussierung auf die Finanzierung von Schiffen und Flugzeugen und die derzeitigen Personalprobleme zur Zeit als Partner für eine Fusion aus. Die NordLB wird sich nach der im Rahmen der Finanzkrise

erhaltenden finanziellen Unterstützung nur äußerst vorsichtig bewegen. Bereits in der Vergangenheit hatte die NordLB Fusionen mit der HSH Nordbank und der WestLB AG sowie einen Kauf der ins Straucheln geratenen SachsenLB abgelehnt.

Die Landesbank Berlin gehört (direkt und indirekt) den Sparkassen, die sich mit dem Kauf erheblich verschulden mussten. Über eine Fusion der WestLB AG mit der Landesbank Berlin würde die WestLB AG mehrheitlich durch Sparkassen übernommen werden, was in der Vergangenheit (wie auch die Diskussionen über die Rekapitalisierung der WestLB AG gezeigt haben) immer vermieden wurde. Zudem ist die Landesbank Berlin deutlich kleiner als die bereits durch die Abtrennung von substantiellen Teilen auf die Erste Abwicklungsanstalt geschrumpfte WestLB AG. Um eine EU-konforme Fusion zu ermöglichen, müsste entweder die WestLB AG noch weiter verkleinert werden oder eine Fusion zwischen drei Landesbanken erfolgen. Letzteres ist sicher vor dem eng getakteten und von der EU vorgegebenen Zeitplan schwer umsetzbar.

Für die Helaba gilt bezüglich der Eigentümerstruktur und Größe ähnliches wie für der Landesbank Berlin.

In der Vergangenheit gab es Gespräche zwischen LBBW und der WestLB AG. Die LBBW war jedoch im Grunde immer nur an bestimmten Teilen der WestLB AG interessiert. Heute ist die LBBW selbst von der Finanzkrise schwer getroffen und wird derzeit ebenfalls restrukturiert. In der derzeitigen Konstellation erscheint die LBBW nicht als ein besonders gut geeigneter Fusionspartner.

Die DekaBank wird gerade durch die Sparkassen bzw. Sparkassenverbände mehrheitlich, durch Auskauf der Beteiligungen, die von Landesbanken gehalten werden, übernommen. Da in der Vergangenheit das Kapitalmarktgeschäft der DekaBank von den Sparkassen kritisch gesehen wurde, ist eher damit zu rechnen, dass die DekaBank über die nächsten Jahre eine weitere Fokussierung auf das Asset Management erfährt. In diesem Zusammenhang würde eine vollständige Fusion mit der WestLB AG eine Änderung der Strategie bedeuten.

Im November 2010 brach die BayernLB Fusionsverhandlungen mit der WestLB mit der Begründung ab, dass durch einen Zusammenschluss „kein ausreichender Mehrwert für die BayernLB“ entstehe.

Derzeit wird eine aus Umsetzungssicht komplexe Dreierfusion zwischen Helaba, DekaBank und WestLB AG öffentlich diskutiert. Dem Vernehmen nach handelt sich aber nicht um eine Fusion, in der die komplette WestLB aufgeht, sondern vielmehr soll nur das Verbundgeschäft der WestLB AG übernommen werden. In diesem Zusammenhang verweist der Expertenrat auf das oben beschriebene Ausstiegsoption 2. Ob es zu der vorgenannten Fusion kommt, ist vom Expertenrat nicht abzuschätzen, für die Schlussfolgerungen aber auch nicht relevant.

Abgesehen von den individuellen Gründen jeder einzelnen Landesbank, eine Fusion mit der WestLB AG nicht einzugehen, können auch strategische Erwägungen dagegen sprechen. Sollte es nämlich nicht zu einer Fusion von Landesbanken kommen, so hätte jede Landesbank eine bessere Chance, einzelne Teile der WestLB AG zu erwerben und das eigene Geschäftsmodell zu komplementieren, ohne dabei erhebliche nicht gewünschte/benötigte Geschäftsbereiche der WestLB AG zu übernehmen und wertvolle Managementressourcen in einem langwierigen Restrukturierungsprozess zu binden. Andererseits könnten auf Seiten der Eigentümer anderer Landesbanken auch Motive dafür bestehen, eine Abwicklung der WestLB AG zu vermeiden. Eine Abwicklung der WestLB AG könnte als Bedrohung für die Reputation und damit für die Geschäftsaussichten des Landesbankensektors im Ganzen angesehen werden, was die Bereitschaft zu einer Fusionslösung fördern könnte.

### 3.3.4 Ausstiegsoption 4: Einstellung des Neugeschäfts und Abwicklung der Bank

Ziffer 6.7 des Anhangs der Entscheidung der Europäischen Kommission vom 12. Mai 2009 bestimmt: „Die Teilbereiche und Aktivitäten, die im Bieterverfahren nicht veräußert wurden, werden zum 31. Dezember 2011 endgültig eingestellt bzw. laufen von diesem Zeitpunkt an entsprechend der Fristigkeit der zugrunde liegenden Geschäfte aus.“ Bleibt es bei dieser Entscheidungslage und kommt es weder zu einem Verkauf noch zu einer von der Kommission akzeptierten Konsolidierungslösung, so hat die WestLB ihr Neugeschäft einzustellen.

#### 3.3.4.1 Gestaltung einer Abwicklung

Für die praktische Durchführung einer möglicherweise erforderlich werdenden Abwicklung ist einerseits eine Nutzung der bestehenden Strukturen der Ersten Abwicklungsanstalt (EAA) in Betracht zu ziehen. Andererseits könnte eine Abwicklung der WestLB auch außerhalb der Strukturen der EAA erfolgen.

Eine Abwicklung bedürfte einer umsichtigen Vorbereitung und klaren Kommunikation. So wären Entscheidungen darüber vorzubereiten, welche Teile oder Vermögenswerte der Bank in welchen Zeiträumen veräußert und welche Vermögenswerte – beispielsweise Forderungen - bis zum Ablauf gehalten werden sollen. Auch wäre zu klären, ob und in welchen Hinsichten die Erste Abwicklungsanstalt auch für die weitere Abwicklung genutzt werden kann und soll. Eine Nutzung dieser Anstalt für die Abwicklung weiterer Vermögenswerte könnte ihren *Refinanzierungsvorteil* zum Tragen bringen, der angesichts der in Betracht kommenden wirtschaftlichen Volumina und Zeiträume einen substanziellen Vorteil erbringen könnte.

Im Ergebnis hält der Expertenrat mögliche rechtliche Einwände gegenüber der Nutzung der Abwicklungsanstalt für eine *vollständige* Abwicklung der übertragenden Bank nicht für durchschlagend. Zwar könnten Bedenken darauf gestützt werden, dass eine Übernahme von Risikopositionen oder nichtstrategienotwendigen Geschäftsbereichen gemäß § 8a IV FMStFG voraussetze, dass die übertragende Gesellschaft über ein tragfähiges Geschäftsmodell und grundsätzlich eine im Einzelfall angemessene Kapitalausstattung verfüge. Aus dem Erfordernis eines *tragfähigen Geschäftsmodells* sollte aber nach dem Urteil des Expertenrates nicht gefolgert werden, dass eine Abwicklungsanstalt nie zur vollständigen Abwicklung eines Instituts genutzt werden dürfe, denn eine so weitreichende rechtliche Folgerung (die einer *Pflicht zur Fortführung* des Rest-Instituts ad infinitum gleichkäme) ordnet das Gesetz (sinnvollerweise) nicht an.

Allerdings würde sich bei einem Übergang von einer teilweisen zu einer vollständigen Abwicklung die beihilferechtliche Beurteilung ändern. Diese unterläge fortan nicht mehr den in der sog. Risikoaktivamitteilung der Europäischen Kommission (hierzu schon Abschnitte II.1.1.2.1 und V.2.3.3.1) für die Einrichtung sog. Bad Banks aufgestellten Regeln, sondern den Grundsätzen zu einer kontrollierten Abwicklung, die die Kommission in ihrer Bankenmitteilung aufgestellt hat (auch dazu bereits Abschnitte II.1.1.2.1 und V.2.3.3.1).<sup>280</sup> Ein Übergang zu einer kontrollierten Liquidation der gesamten WestLB-Gruppe unter Nutzung der Strukturen der EAA würde daher nach dem Urteil des Expertenrates eine beihilferechtliche Prüfung durch die Europäische Kommission erfordern. Bei Beachtung der für eine derartige Liquidation in der Bankenmitteilung aufgestellten Grundsätze bestehen hinsichtlich der materiellen Vereinbarkeit mit dem europäischen Beihilferecht keine Bedenken.

---

<sup>280</sup> Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der derzeitigen globalen Finanzkrise, ABl.EU 2008 Nr. C 270/8 („Bankenmitteilung“).

Sollten gegenüber einer Abwicklung der WestLB Bedenken aus rechtlichen Gesichtspunkten hergeleitet werden, so ist ergänzend darauf hinzuweisen, dass dem Bund Möglichkeiten zur Gestaltung der den Ausstieg aus den Bundesbeteiligungen betreffenden Rechtslage zu Gebote stehen. Dies gilt beispielsweise auch gegenüber dem bereits diskutierten Einwand, § 8a IV FMStFG in der derzeit geltenden Fassung setze voraus, dass die übertragende Gesellschaft über ein tragfähiges Geschäftsmodell verfüge. Welch weitreichende rechtliche Gestaltungsmöglichkeiten der Bund hat, kann anhand der im Jahr 2010 erfolgten Gesetzgebung gezeigt werden, mit der die Umwandlung der dem Bund an Finanzinstituten zustehenden Stillen Beteiligungen in Aktienbeteiligungen sowie andere Wege zu ihrer Rückführung erleichtert worden sind.<sup>281</sup>

### **3.3.4.2 Auswirkungen auf Arbeitnehmer, Anreizsetzung bei Verwertung**

Eine Abwicklung der WestLB würde unmittelbar zu einem Verlust von Arbeitsplätzen führen. Allerdings wären vorwiegend qualifizierte Arbeitnehmer mit guten anderweitigen Beschäftigungsschancen betroffen. Auch würden nicht sämtliche bei der Bank beschäftigten Arbeitnehmer ihre Stellen verlieren. Zum einen würde derjenige Teil der Mitarbeiter der WestLB, der derzeit aufgrund von mit der Ersten Abwicklungsanstalt geschlossenen Verträgen für die Abwicklungsanstalt Dienstleistungen erbringt, in diesem Rahmen auch weiterhin benötigt. Darüber hinaus würden, wenn die Bank auch im Übrigen abgewickelt würde, voraussichtlich weitere Mitarbeiter benötigt.

Der Expertenrat empfiehlt, bei der Verwertung von Vermögenswerten verstärkt Anreizmechanismen für die handelnden Personen einzusetzen. Mit geschickt gesetzten wirtschaftlichen Anreizen könnten die Chancen auf eine Maximierung des wirtschaftlichen Ergebnisses gesteigert werden. Auch im Hinblick auf die Erreichung zeitlicher Ziele könnten für die handelnden Personen Anreize gesetzt werden. Allerdings sollten bei der Gestaltung der Veräußerungsbedingungen unvorteilhafte Selbstbindungen vermieden werden: Das Beispiel des versuchten Verkaufs der Westdeutschen Immobilienbank AG (WestImmo) im Jahr 2010 weist auf die Gefahr hin, dass Kaufinteressenten das Bestehen fester Verkaufsfristen zu ihrem Vorteil zu nutzen versuchen.

### **3.3.4.3 Keine Gemeinwohlnachteile bei Abwicklung**

Nach Beurteilung des Expertenrates erbringt die WestLB als solche keine volkswirtschaftlich unentbehrliche Leistung. Dies gilt auch bei Inrechnungstellung ihrer in einzelnen Feldern – etwa bei der internationalen Projektfinanzierung – bestehenden erfolgreichen Marktpositionierung. Zum einen können solche erfolgreichen Geschäftsbereiche, wie erläutert, an andere Institute veräußert und von diesen fortgeführt werden. Zum anderen könnten auch unabhängig von einer solchen Veräußerung andere Institute aus dem In- und Ausland die unter 3.2.1 beschriebenen wirtschaftlichen Aktivitäten ausüben. Die Funktion der Sparkassenzentralbank in Nordrhein-Westfalen und Brandenburg könnte ebenfalls von einem anderen Institut übernommen werden.

Wie in Abschnitt III dieser gutachterlichen Stellungnahme ausgeführt, sollte der Bund bei der Wahl seiner Ausstiegsstrategie das Erfordernis der Strukturbereinigung berücksichtigen. Die Strukturbereinigung, insbesondere im Bereich der Landesbanken und der Immobilienbanken, könnte zum Abbau von Überkapazitäten führen und damit zur Vermeidung künftiger Krisen beitragen.

---

<sup>281</sup> Hierzu schon oben in Abschnitt II.1.2.

Im Falle einer Abwicklung ist dafür Sorge zu tragen, dass die abzuwickelnde Bank keine Probleme hinsichtlich ihres Funding bekommt, die sich negativ auf andere Landesbanken übertragen können. Der Expertenrat sieht dann im Fall einer schrittweisen Abwicklung der WestLB aus zwei Gründen keine Risiken für die Stabilität des Finanzsystems insgesamt gegeben. Zum einen unterscheidet sich die heutige Situation von derjenigen im Herbst 2008, als die WestLB ein größeres Geschäftsvolumen hatte und die Marktlage außerordentlich angespannt war (hierzu Abschnitt I dieser gutachterlichen Stellungnahme). Nach der Einschätzung des Expertenrates würde im Fall einer geordneten Abwicklung grundsätzlich keine Bestandsgefahr für andere Unternehmen des Finanzsektors eintreten, da Vertragsbeziehungen bei dieser Abwicklungsform grundsätzlich nicht abrupt beendet, sondern entweder bis zum Beendigungszeitpunkt ausgeführt, im Wege der Einigung modifiziert oder auf dritte Parteien übertragen werden. Allerdings ist im Hinblick auf einzelvertragliche Sonderkündigungsrechte und Beendigungsklauseln ein behutsames und gut vorbereitetes Vorgehen (hierzu auch nachfolgend V.3.4) anzuraten.

Ergänzend ist im hier angesprochenen Zusammenhang der Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems auf die mit dem Restrukturierungsgesetz neu geschaffenen Vorschriften hinzuweisen.<sup>282</sup> Träte eine Bestandsgefährdung bei einem anderen Kreditinstitut ein und würde von dessen Ausfall eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen, so könnte die BaFin gemäß §§ 48a ff. KWG mit einer Restrukturierung dieses Instituts reagieren. Ein Institut, auf das die BaFin in dieser Weise systemwichtige Teile übertragen hätte (etwa eine Brückenbank), könnte mit Mitteln des aus der Bankenabgabe finanzierten Restrukturierungsfonds gestützt werden. Sollten Zweifel an der Tauglichkeit dieses neu geschaffenen Instrumentariums zur Abwendung einer Systemgefahr vorgebracht werden, so gäbe dies Anlass zu einer Nachbesserung dieses gesetzlichen Instrumentariums. Dagegen könnten solche Zweifel nach der Überzeugung des Expertenrates kein Argument dafür begründen, bei möglicherweise für systemrelevant gehaltenen Instituten jegliche Abwicklung von vornherein auszuschließen. Anders zu argumentieren hieße in der Konsequenz, eine Abwicklung systemrelevanter Institute weiterhin um jeden Preis zu vermeiden. Eines der Ziele des Restrukturierungsgesetzes - Wege zu einer Abwicklung auch bei systemrelevanten Instituten zu eröffnen<sup>283</sup> und damit das mit solchen Marktstellungen verbundene Erpressungspotential auszuräumen – wäre, wenn eine solche Argumentation Gehör fände, verfehlt worden.

#### **3.3.4.4 Wirtschaftliches Ergebnis einer Abwicklung**

Der Erlös einer Abwicklung lässt sich nicht im Einzelnen prognostizieren. Generell gilt, dass eine geordnete und geduldige Abwicklung – verglichen mit einem kurzfristigen Abverkauf von Vermögenswerten – den höchsten Erlös bringt.

Die Partizipation des Bundes an einem Abwicklungserlös ist von der Ausgestaltung seiner Beteiligung abhängig. Stille Einlagen müssen, um bankaufsichtsrechtlich kernkapitalfähig zu sein, so ausgestaltet sein, dass sie bei einem Insolvenzverfahren über das Vermögen des Instituts resp. einer Liquidation des Instituts erst nach Befriedigung aller Gläubiger zurückzuzahlen sind.<sup>284</sup> Der Bund würde daher im Fall einer Liquidation erst nach Befriedigung der Gläubiger an einem Abwicklungserlös partizipieren.

---

<sup>282</sup> Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung vom 9.12.2010, BGBl. I S. 1900.

<sup>283</sup> Siehe Begründung zum Gesetzentwurf der Bundesregierung, BT-Drucksache 17/3204, S.1.

<sup>284</sup> § 10 IV Nr. 2 KWG.

Insgesamt erwartet der Expertenrat bei dieser Option, dass der Bund die Stille Einlage angesichts der Dauer und des ungewissen wirtschaftlichen Ergebnisses einer Abwicklung allenfalls nach vielen Jahren und in ungewisser Höhe zurück erhält.

### **V.3.4 Zusammenfassung und Empfehlung**

Einen *Verkauf der gesamten Bank* durch Veräußerung der Gesamtheit der Aktien der WestLB AG hält der Expertenrat unter den gegebenen Bedingungen für wenig aussichtsreich. Sollte sich ein Verkauf im Ganzen abzeichnen, so sollte der Bund eine Wandlung seiner Stillen Einlage in Aktien in Betracht ziehen, falls und soweit sich hierdurch nach den vertraglichen Bestimmungen sein Anteil am Gesamterlös erhöhen würde.

Für einen *Verkauf von Teilen der Bank* – insbesondere von profitablen Geschäftsbereichen – sieht der Expertenrat gute Chancen. Ein solcher Verkauf von Teilen könnte – in Grenzen (oben V.3.3.2) – Möglichkeiten zu einer einvernehmlichen Rückführung der Stillen Einlage begründen. Auch ohne ein solches Einvernehmen könnte der Bund im Fall eines Verkaufs über Buchwert am Erlös eines solchen Verkaufs von Teilen partizipieren. Um diese zuletzt genannte Möglichkeit zu erhalten, wäre es erforderlich, dass der Bund bei einem sich abzeichnenden Verkauf über Buchwert jedenfalls einen Teil der Stillen Einlage rechtzeitig in eine Aktienbeteiligung wandelt; dies würde die Chance auf Erhalt eines Gewinnvorzugs (§ 18 VII der Satzung der WestLB) wahren. Ein Verkauf (nur) von Teilen der Bank impliziert, dass eine nicht kurzfristig verkäufliche Restbank abgewickelt werden müsste.

Auch bei einer durch Fusion mehrerer Landesbanken erfolgenden *Landesbankenkonsolidierung* könnten für den Bund Chancen zu einer zeitnahen Rückerlangung der eingelegten Mittel bestehen. Allerdings würde eine Fusion das Problem des fehlenden oder problematischen Geschäftsmodells vieler Landesbanken nicht lösen.

Im Zuge einer Konsolidierung könnten Teile – etwa Geschäftsbereiche oder Tochtergesellschaften – an dritte Erwerber veräußert und der Erlös für eine einvernehmliche Rückführung der Einlage des Bundes verwendet werden. Auch eine substantielle Verkleinerung der von mehreren Landesbanken eingebrachten Geschäftsfelder könnte – auf dem Weg über eine Reduzierung des aufsichtsrechtlich geforderten Eigenkapitals – zur Freisetzung von Kapital und damit für eine einvernehmliche Rückführung der Einlage genutzt werden.

Allerdings müssten bei einer Fusionslösung *besondere Vorkehrungen* dafür getroffen werden, dass der *Ausstieg des Bundes* aus einer Beteiligung *nicht misslingt*. Das Interesse des Bundes an einer Herstellung unverfälschter marktwirtschaftlicher Strukturen im Bankwesen muss nach Auffassung des Expertenrates dahin gehen, allenfalls solche Konsolidierungslösungen zu unterstützen, die ohne Kapitalbeteiligung des Bundes auskommen. Dagegen sollte die Fusion mehrerer Landesbanken zu einer Einheit, die zur Erfüllung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen auf eine vollständige oder teilweise Beibehaltung der Einlage des Bundes angewiesen wäre, nach dem Urteil des Expertenrates keine Unterstützung durch den Bund erfahren.

Dies gilt auch in dem Fall, in dem die Fusionspläne eine Rückführung der Bundesmittel aus späteren Gewinnen respektive Einsparungen in Aussicht stellen. Da solche späteren Entwicklungen notwendigerweise mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind, wäre bei einer derartigen Konsolidierungslösung der *Ausstieg des Bundes* mit einer entsprechend großen Unsicherheit belastet. Träte die erhoffte günstige wirtschaftliche Entwicklung bei dem fusionierten Institut nicht ein, so bliebe der Bund in erheblichem Maße in einem Institut des

Landesbankensektors investiert. Die mit einer solchen Staatsbeteiligung einhergehende Wettbewerbsverfälschung würde nicht beendet, sondern perpetuiert.

Falls das Institut bei einem Misslingen der Bemühungen um einen Verkauf oder eine Konsolidierungslösung entsprechend der Entscheidung der Europäischen Kommission vom 12. Mai 2009 in einen *Abwicklungsstatus* übergeht, sind die Chancen auf eine Rückführung der Stillen Einlage schwer einzuschätzen. Der Bund wäre im Hinblick auf die Beteiligung an einem Liquidationserlös vor den Aktionären berechtigt. Er wäre aber im Verhältnis zu den Gläubigern des Instituts nachrangig berechtigt. Eine Rückführung der Einlage wäre daher erst nach Befriedigung aller Gläubiger – und damit möglicherweise erst nach vielen Jahren – möglich. Zudem ließe sich aus heutiger Sicht nicht leicht abschätzen, zu welchem wirtschaftlichen Ergebnis das langwierige Abwicklungsverfahren führen würde. Wann und in welcher Höhe der Bund im Fall einer Abwicklung eine Rückführung seiner Einlage erreichen kann, erscheint daher aus heutiger Sicht unsicher.

In *jedem* Fall hält es der Expertenrat für geboten, dass der SoFFin vorsorglich mit den Eigentümern der WestLB AG, dem Management und in Abstimmung mit der Europäischen Kommission zeitnah *Vorbereitungen für eine eventuell erforderlich werdende Abwicklung* trifft. Eine solche Vorbereitung einer geordneten Abwicklung würde der Maximierung des Abwicklungserlöses dienen. Bei der Aufstellung eines konkreten Abwicklungsplans wäre unter anderem die Frage zu klären, inwieweit die Erste Abwicklungsanstalt – mit den ihr gegebenen günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten - für eine Realisierung von Vermögenswerten genutzt werden kann und soll.

### V.3.5 Nachweise

*Erste Abwicklungsanstalt*, Webseite, <http://www.aa1.de/verlустаausgleichspflichten.php>.

*Erste Abwicklungsanstalt*, Webseite, <http://www.aa1.de/wir-ueber-uns.php>.

FAZ vom 26.11.2009, Nr. 275, S. 11 „Rettungsfahrplan für die West LB findet breite Zustimmung – Die angeschlagene Landesbank soll vom Bund bis zu 4 Mrd. Euro erhalten“.

FAZ.NET vom 15.11.2010, „Neuer Sanierungsplan – Die EU setzt der WestLB eine Gnadenfrist“.

*Luttmer, Nina*, Streit um Vorzugsaktien – WestLB siegt im Prozess gegen Aktienhändler, Financial Times Deutschland vom 28.9.2008, <http://www.ftd.de/unternehmen/finanzdienstleister/:streit-um-vorzugsaktien-west-lb-siegt-im-prozess-gegen-aktienhaendler/-419370.html>.

Manager magazin vom 14.7.2003, „WestLB - Prüfer spüren schwere Fehler auf“, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,257021,00.html>.

Pressemitteilung SoFFin vom 26.11.2009, „SoFFin unterstützt WestLB“.

Pressemitteilung SoFFin vom 14.12.2009, „Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung errichtet Abwicklungsanstalt der WestLB“.

Der Spiegel vom 11.10.2010, S. 92-94.

Süddeutsche Zeitung vom 11.9.2010, S. 26, „Top 20 der deutschen Banken“.

*WestLB*, Unternehmenswebseite, [http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb\\_de/de.-standard.gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU\\_.-html](http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb_de/de.-standard.gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2Q2N2Q0YmU1NmI0OGU_.-html).

*WestLB*, Unternehmenswebseite, [http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb\\_de/de/-wlb/ueber\\_uns/wir\\_ueber\\_uns.standard.gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2-Q2N2Q0YmU1NmI0OGU\\_.html](http://www.westlb.de/cms/sitecontent/westlb/westlb_de/de/-wlb/ueber_uns/wir_ueber_uns.standard.gid-N2FkNDZmMzU4OWFmYTIyMWM3N2-Q2N2Q0YmU1NmI0OGU_.html).

## V.4 Aareal Bank AG

### V.4.1 Rahmenbedingungen

#### 4.1.1 Beteiligungen<sup>285</sup>

- 62, 77 % Streubesitz
- 37, 23 % Aareal Holding Verwaltungsgesellschaft mbH,

davon

- 8, 94 % Bayerische Beamten-Lebensversicherung a.G.
- 8, 94 % Swiss Life AG
- 6, 68 % Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder
- 6,06 % Dr. August Oetker KG
- 3,41 % Deutscher Ring Lebensversicherungs-AG und Deutscher Ring Sachversicherungs-AG (Baloise-Gruppe)
- 1,48 % Deutscher Ring Krankenversicherungsverein a.G. (Signal Iduna Gruppe)
- 1, 36 % Condor-Lebensversicherungs-AG

#### 4.1.2 Kapitalisierungsmaßnahmen

Die Aareal Bank hat während der Finanzkrise Unterstützung des Staates in verschiedenen Formen in Anspruch genommen.<sup>286</sup>

Der Aareal Bank wurden durch den SoFFin zwei staatliche Garantien gewährt.<sup>287</sup> Die erste wurde am 24.3.2009 ausgestellt, hat eine Laufzeit von 3 Jahren und beträgt 2 Mrd. Euro. Die Inanspruchnahme erfolgte mit Ziehung am 26.3.2009. Die zweite Garantie stammt vom 28.6.2010 und endet ebenfalls nach 3 Jahren. Letztere beläuft sich ebenfalls auf 2 Mrd. Euro, womit der vom SoFFin gewährte Rahmen voll ausgeschöpft ist. Die Ziehung am 30.6.2010 wurde allerdings ins eigene Buch genommen und soll lediglich dazu dienen, die Bank gegen die Unwägbarkeiten der Finanz- und Wirtschaftskrise zu wappnen. Als Gegenleistung für die Garantien berechnete der SoFFin zunächst eine Bereitstellungsgebühr von 0,1 % p.a. des nicht in Anspruch genommenen Betrags.<sup>288</sup> Für den Fall der Ausgabe von garantierten Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu 12 Monaten wird eine Garantiefgebühr von 0,5 % p.a. bei einer Laufzeit von bis zu 12 Monaten bzw. von 0,95 % bei Laufzeiten von über 12 Monaten erhoben.

---

<sup>285</sup> Unternehmenswebseite, abrufbar unter <http://www.aareal-bank.com/konzern/unternehmensprofil/aktionaersstruktur/>.

<sup>286</sup> Siehe dazu *Frühauß*, FAZ vom 16.2.2009, Nr. 39, S. 11.

<sup>287</sup> FAZ vom 16.2.2009, Nr. 39, S. 1, „Bund muss Aareal Bank mit Kapital stützen“; FAZ vom 16.2.2009, Nr. 39, S. 11, „Bund stützt Aareal Bank mit 4,5 Milliarden Euro“; FAZ.NET vom 28.6.2010, „Aareal Bank beginnt mit Rückzahlung“.

<sup>288</sup> *Aareal Bank Konzern*, Geschäftsbericht 2009, S. 71.

Zudem hat die Aareal Bank am 31.3.2009 eine Stille Einlage des SoFFin in Höhe von 525 Mio. Euro erhalten, die mit 9 % p.a. zu verzinsen ist.<sup>289</sup> Dabei wurde vereinbart, dass für die Geschäftsjahre 2008 und 2009 keine Dividende ausgeschüttet wird. Bei Zahlung einer Dividende zu einem späteren Zeitpunkt, an dem die Stille Einlage noch fortbesteht, steigt die Verzinsung um 0,5 Prozentpunkte je 0,25 Euro Dividende pro Aktie.

Da die Aareal Bank AG als ein Institut ohne endogene Probleme anzusehen war, welches erst aufgrund der Finanzkrise in Schwierigkeiten geraten war, war nach den Grundsätzen der sog. Bankenmitteilung ein Beihilfeverfahren bei der Europäischen Kommission nicht erforderlich.<sup>290</sup>

Im Juli 2010 erfolgte eine Teilrückzahlung von 150 Mio. Euro.<sup>291</sup> Damit ist die Aareal Bank das erste der vier betrachteten Institute, das mit der Rückzahlung einer Kapitalbeteiligung Staatshilfen beginnt.

## **V.4.2 Bedingungen einer Rückführung der Bundesbeteiligungen: Grundsätzliches**

### **4.2.1 Zur Geschäftstätigkeit der Aareal Bank - Geschäftsmodell und Einschätzung des Expertenrats**

Die Aareal Bank verfolgt eine Zwei-Segment-Strategie mit den Elementen „Strukturierte Immobilienfinanzierung“ und „Consulting/Dienstleistungen für die institutionelle Wohnungswirtschaft“.

Der Markt für Immobilienfinanzierung ist durch einen hohen Wettbewerbsdruck und – hieraus resultierend – durch eine anhaltende Margenschwäche gekennzeichnet (hierzu eingehend Abschnitt III dieses Gutachtens). Die Aareal Bank zählt aber zu den Instituten, die über den Vorteil einer stabilen Funding-Grundlage verfügen. Mit ihrem zweiten Standbein im Bereich Consulting/Dienstleistungen, das unter anderem auch den Zahlungsverkehr für Kunden aus der Wohnungswirtschaft umfasst, geht ein Bodensatz an Einlagen in Höhe von rund 4 Mrd. Euro einher. Diese Einlagen spielen eine wichtige Rolle, wenn berücksichtigt wird, dass die langfristige Refinanzierung per 30.9.2010 bei lediglich 24,7 Mrd. Euro lag, wovon ca. 41 % über die Begebung von Pfandbriefen erfolgte, und die gesamte Bilanzsumme der Aareal per 30.9.2010 nur 42,5 Mrd. Euro beträgt.

Zudem ist festzustellen, dass die Aareal Bank sich – im Unterschied zu anderen Immobilienfinanzierern – in ihrer Tätigkeit auf einen ihr vertrauten Markt konzentriert. Die Bank ist bedeutend kleiner als einige ihrer Konkurrenten, und sie hat keine Aktivität im Bereich der Staatsfinanzierung entwickelt, was ihr Risikoprofil aus heutiger Sicht positiv prägt.

Insgesamt sichert die auf zwei Säulen beruhende Strategie dem Unternehmen offenbar eine gewisse Stabilität bei den Erträgen. Mit diesem Modell ist es der Aareal Bank gelungen, auch während der Finanzkrise in jedem Quartal Gewinne auszuweisen. Die Krise brachte für die Aareal Bank vor allem die Gefahr, dass in einer Situation des allgemeinen Misstrauens, insbesondere betreffend die Immobilienbanken, die Refinanzierung wegbrechen könnte; die Unterstützung durch den SoFFin sollte einer solchen Entwicklung vorbeugen.

---

<sup>289</sup> FAZ vom 16.2.2009, Nr. 39, S. 11, „Bund stützt Aareal Bank mit 4,5 Milliarden Euro“.

<sup>290</sup> Vgl. zur Bankenmitteilung die Ausführungen in Abschnitt II.1.1.2.1.

<sup>291</sup> FAZ.NET vom 28.06.2010, „Aareal Bank beginnt mit Rückzahlung“.

#### 4.2.2 Art und Umfang der Beteiligung

Die Stützungsmaßnahmen des Bundes bei der Aareal Bank beschränken sich auf die Bereitstellung einer Stillen Einlage und von Garantien. Eine Aktienbeteiligung hat der Bund nicht erworben.

Die Aareal Bank hat zum Ende des Jahres 2010 eine Marktkapitalisierung von ca. 975 Mio. Euro. Sie erwartet nach Analystenschätzungen einen Jahresgewinn für 2010 von ca. 50 Mio. Euro (Durchschnitt der Schätzungen). Diesen Werten steht eine SoFFin-Beteiligung in Höhe von aktuell noch 375 Mio. Euro gegenüber. Die Beteiligung des SoFFin macht also rund 40 % der aktuellen Marktkapitalisierung des Eigenkapitals und ca. das 7,5-fache der aktuellen Gewinnerwartung für 2010 aus. Diese Größenverhältnisse legen den Schluss nahe, dass eine Rückführung bei der Aareal Bank leichter zu erreichen ist als bei anderen betrachteten Instituten.

Die Aareal Bank weist zum 30.9.2010 eine Kapitalquote (aufsichtsrechtliche Kennziffer nach KWG) von 10,4 % nach dem Kreditrisiko-Standardansatz aus. Diese errechnet sich aus einem Kernkapital von Euro 2,26 Mrd. sowie einem Bestand an risikogewichteten Assets (RWA) von Euro 21,7 Mrd. Die Core Tier 1-Kapitalquote belief sich zum 30.9.2010 auf 8,2 %.<sup>292</sup> Zu dem genannten Kapital trägt der SoFFin über die Stille Beteiligung noch 375 Mio. Euro bei. Die Kernkapitalquote würde ohne Berücksichtigung dieser Beteiligungen auf 8,7 % sinken (die Core Tier 1-Kapitalquote auf 6,5 %).<sup>293</sup>

Die Stille Einlage des Bundes kann ab 2018 nicht mehr dem Kernkapital der Bank zugerechnet werden.<sup>294</sup> Die Aareal Bank müsste bis zu diesem Zeitpunkt, um ein Absinken des Kernkapitals unter das regulatorisch geforderte Niveau zu verhindern, Maßnahmen zur Ersetzung der Stillen Einlage durch anrechnungsfähiges Kapital ergreifen.

Zu beachten ist, dass der Bund bei der Aareal Bank kein Aktionär ist. Die mit einer Aktienbeteiligung verbundenen Möglichkeiten zu einer Einflussnahme in der Gesellschaft stehen dem Bund daher nicht zu Gebote.

#### 4.2.3 Eigenkapitalanforderungen und Bundesbeteiligungen

Als Basis für die folgende Betrachtung wird vorab ein Richtwert für eine künftig zu erreichende Kernkapitalquote bestimmt. Dieses Vorgehen dient dem Zweck, Anhaltspunkte für die Größenordnung möglicher Rückführungen zu gewinnen.

Zum 30.9.2010 hatte die Aareal Bank eine Core Tier 1-Kapitalquote von 8,2 %. Nach Basel III wird voraussichtlich eine Core Tier 1-Kapitalquote von mindestens 7 % (4,5 % Common Equity und 2,5 % Kapitalpuffer) vorzuhalten sein. Der Expertenrat geht davon aus, dass eine Core Tier 1-Kapitalquote in Höhe von 8 bis 9 % vom Markt als adäquat angesehen werden kann. Bei voller Rückführung der Stillen Beteiligung müsste die Aareal Bank zwischen ca.

---

<sup>292</sup> Die Berechnungen im Text basieren auf dem Kreditrisiko-Standardansatz. Die Bank hat bei der BaFin einen Antrag gestellt, ihre Kapitalquote künftig auf der Grundlage des fortgeschrittenen IRB-Ansatzes (AIRBA) zu berechnen. Ein Bescheid der BaFin lag zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Gutachtens noch nicht vor. Nach Einschätzung der Bank wird die Berechnung auf der Grundlage des AIRBA die Kernkapital-Quote um mindestens einen Prozentpunkt erhöhen. Auf dieser Grundlage würde sich der im Folgenden im Text errechnete Kapitalbedarf vermindern und der Spielraum für eine Rückführung der Stillen Einlage aus bestehenden Mitteln vergrößern. Vgl. zu den im Text gemachten Angaben im Übrigen Investorenpräsentation zu den Q3 Ergebnissen (Höhe des Core Tier 1 Capitals) sowie *Aareal Bank*, Zwischenbericht Aareal Bank Konzern, III/2010, S. 20 (Höhe der RWA).

<sup>293</sup> *Aareal Bank*, Zwischenbericht Aareal Bank Konzern, III/2010, S. 21.

<sup>294</sup> Vgl. zu den Kapitalanforderungen nach Basel III die Ausführungen in Abschnitt II.2.

320 Mio. Euro und 540 Mio. Euro als hartes Kernkapital aufbringen, um die Core Tier 1-Kapitalquote zwischen 8 und 9 % zu halten (auf Basis der Daten zu RWA und Core Tier Kapitalquote zum 30.9.2010).

## V.4.3 Ausstiegsoptionen

### 4.3.1 Ausstiegsoption 1: Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln

Bei der Rückführung der Stillen Einlage aus eigenen Mitteln ist zu unterscheiden zwischen der Rückführung aus bereits vorhandenen Mitteln und der Rückführung aus in Zukunft anfallenden Gewinnen. In jedem Fall kommt es darauf an, dass die Eigenkapitalausstattung der Bank nicht unter die von der Aufsicht und den Anlegern in den Märkten gesetzten Grenzen fällt.

#### 4.3.1.1 Rückführung aus vorhandenen Mitteln

Da die Aareal Bank zum 30.9.2010 eine Core Tier 1-Kapitalquote hatte, die mit 8,2 % im Korridor der hier angenommenen adäquaten Quote liegt, scheint eine weitere substantielle Rückführung auf diesem Weg zunächst nicht möglich. Erst wenn sich über in die (Gewinn-) Rücklagen eingestellte Jahresüberschüsse wieder eine höhere Core Tier 1-Kernkapitalquote aufgebaut hat, die über dem gewünschten Niveau liegt, wäre bei dieser Betrachtung eine Rückführung möglich.

**Ergebnis:** Der Expertenrat sieht keinen nennenswerten Spielraum für eine Rückführung aus vorhandenen Mitteln, da die Kapitalquoten anderenfalls - auch mit Blick auf die Anforderungen nach Basel III - auf ein zu niedriges Niveau sinken würden. Der Bund sollte aber darauf hinwirken, dass der Vorstand der Aareal Bank bei einer Kapitalquote, die über dem adäquaten Niveau liegt, die Rückführung der Stillen Einlage als oberste Priorität ansieht.

#### 4.3.1.2 Rückführung aus anfallenden Gewinnen

Der Teil des Jahresüberschusses, der in die Gewinnrücklage eingestellt wird, kann zur Rückführung der Stillen Einlage verwandt werden. Der dabei erzielbare Betrag ist aber überschaubar. Die Analystenschätzungen für den Gewinn der Aareal Bank bis 2013 bewegen sich in einer Größenordnung von ca. 350 bis 450 Mio. Euro. Dies entspricht der Größenordnung der noch zurückzuführenden Einlage. Jedoch ist dieser Betrag zu reduzieren um die Beträge der Zahlungen auf die Stille Einlage des SoFFin. Beim derzeitigen Stand der Stillen Einlage belaufen sich diese Zahlungen auf rund 33,75 Mio. Euro in jedem Jahr, in dem nach HGB ein entsprechender Gewinn ausgewiesen wird. Der für eine Rückführung der Stillen Einlage zur Verfügung stehende Betrag wird ferner reduziert durch etwaige Dividendenzahlungen an die Aktionäre der Aareal Bank. Auch ein möglicher Aufbau zusätzlichen Kernkapitals würde diesen Betrag reduzieren.

**Ergebnis:** Nach Auffassung des Expertenrats bildet die Rückführung aus thesaurierten Gewinnen eine sinnvolle Ergänzungsmaßnahme im Gesamtkontext der Rückführung der Stillen Einlage. Der Betrag, der auf diese Weise abgelöst werden kann, hängt von externen Entwicklungen ab und ist daher kaum vorherzusehen. In Anbetracht der Zinsen auf die Stille Einlage und in Anbetracht etwaiger Dividendenzahlungen dürfte bis 2013 kaum mehr als ein niedriger dreistelliger Millionenbetrag zur Verfügung stehen. Mit Blick auf die Gesamtsumme von 375 Mio. Euro könnte dies aber bereits ein wichtiger Bestandteil eines Gesamtkonzepts sein. Der Bund sollte darauf dringen, dass die Rückführung der Stillen Einlage bei der Gewinnverwendung der Aareal Bank Priorität erhält, so dass andere Formen der Rückführung entlastet werden.

### 4.3.2 Ausstiegsoption 2: Rückführung nach Barkapitalerhöhung

Bei der Rückführung der Stillen Einlage nach einer Barkapitalerhöhung ist zu unterscheiden zwischen einer Barkapitalerhöhung aus bereits genehmigtem Kapital und einer Barkapitalerhöhung über einen Direktbeschluss der Hauptversammlung. Grundsätzliche Aspekte beider Formen der Barkapitalerhöhung werden in Kapitel IV erörtert.

#### 4.3.2.1 Barkapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital auf Basis bestehender Ermächtigung der Hauptversammlung

Die bestehende Ermächtigung der Hauptversammlung würde es der Aareal Bank erlauben, ihr Grundkapital durch die Begebung neuer Aktien um 50 % zu erhöhen. Nimmt man an, dass die Aareal Bank gegenüber dem theoretischen erzielbaren Preis (Theoretical Ex Rights Price oder TERP) einen Abschlag in Höhe 20 % bis 30 % hinnehmen müsste, so ergäbe sich für eine solche Transaktion ein potentielles Volumen zwischen ca. 300 Mio. Euro bis ca. 350 Mio. Euro auf Basis des Aktienkurses zum 31.12.2010 in Höhe von 22,80 Euro.

Die Aufnahmefähigkeit und –bereitschaft des Marktes wird vom Expertenrat im Grundsatz als günstig beurteilt. Der bei einer Ablösung der Stillen Einlage eintretende Verwässerungseffekt ist begrenzt. Es ist davon auszugehen, dass die Holding Wert darauf legen wird, nicht die Sperrminorität von 25 % zzgl. einer Aktie zu verlieren. Die Holding hat sicherlich ein Interesse an der Rückführung der Stillen Einlage, denn diese ist in ihrer Zinsforderung (sofern alle Kriterien dafür erfüllt sind) vorrangig vor den Dividendenansprüchen der Aktionäre. Allerdings könnten die Gesellschafter der Holding, die derzeit rund 37 % der Aktien hält, bei einer Kapitalerhöhung mit Rücksicht auf für sie geltende Anlagevorschriften an Grenzen gelangen. Dies könnte – in Verbindung mit dem Wunsch nach einer Aufrechterhaltung der Sperrminorität - das Volumen einer von der Holding mitgetragenen Kapitalerhöhung begrenzen.<sup>295</sup>

Der Bund hat wenig Einfluss auf die Rückführung auf diesem Weg, da es in der Verantwortung des Vorstandes liegt, über Zeitpunkt und Umfang der Nutzung der bestehenden Ermächtigung zu bestimmen. Ergänzend ist auf das Risiko hinzuweisen, dass in einem sich verschlechternden Marktumfeld die Rückführung auf dem hier behandelten Weg der Barkapitalerhöhung sich verzögern könnte.

**Ergebnis:** In Abwägung der genannten Punkte kommt der Expertenrat zu dem Ergebnis, dass eine Rückführung über eine Barkapitalerhöhung unter Ausnutzung der bestehenden Hauptversammlungs-Ermächtigung einen beträchtlichen Teil der gesamten Rückführung abdecken kann. Wie dargestellt kann je nach Abschlag auf Basis des Jahresendkursniveaus ein Volumen zwischen 300 und 350 Mio. Euro erreicht werden.

Der Expertenrat empfiehlt dem Bund daher, sich mit dem Vorstand der Aareal Bank AG im Rahmen der Festlegung einer Gesamtstrategie auf eine Rückführung eines erheblichen Teils der Stillen Einlage aus Mitteln zu verständigen, die auf Basis des bestehenden Hauptversammlungsbeschlusses im Rahmen einer kurzfristig durchzuführenden Kapitalerhöhung generiert werden können.

---

<sup>295</sup> Ein Beispiel zur Veranschaulichung: Geht man davon aus, dass die komplette Stille Einlage in Höhe von 375 Mio. Euro über die Barkapitalerhöhung abgelöst wird und die Holding keine Aktien erwirbt, so würde das auf Basis des Kurses vom 31.12.2010 von 22,80 Euro zu einer Verwässerung des Holdinganteil von 37 % auf 26,7 % führen. Der Kurs, bei dem die Verwässerung zur Unterschreitung der 25 %-Marke führen würde, liegt bei 18,27 Euro.

#### **4.3.2 Barkapitalerhöhung durch Kapitalerhöhung gemäß FMStBG oder durch Direktbeschluss**

Im Wege eines Direktbeschlusses der Hauptversammlung könnte eine Kapitalerhöhung in einem Umfang von mehr als 50 % des Grundkapitals durchgeführt werden. Da nach § 7b FMStBG nun aber auch bei einer Barkapitalerhöhung auf Basis von genehmigtem Kapital die Volumenbegrenzung des § 202 III 1 AktG entfällt (hierzu Abschnitt IV.5.2), ergibt sich aus dem Direktbeschluss kein weiterer Vorteil.

**Ergebnis:** Der Expertenrat sieht bei der Aareal Bank grundsätzlich keine Notwendigkeit, einen weiteren Beschluss der Hauptversammlung über eine Kapitalerhöhung herbeizuführen, da bereits eine Barkapitalerhöhung auf Basis des bestehenden Hauptversammlungs-Beschlusses im Verein mit der Rückführung aus bestehenden Mitteln zur vollständigen Rückführung der Bundesbeteiligung ausreichen könnte.

#### **4.3.3 Ausstiegsoption 3: Umtausch in Aktien und anschließender Verkauf**

Wie in den Abschnitten II und IV dieser gutachterlichen Stellungnahme erläutert, besteht ein Weg zur Rückführung in der vertraglichen Vereinbarung und anschließenden Ausübung eines Rechts des Bundes zum Umtausch der Stillen Einlage in Aktien, die anschließend zu veräußern wären. Zu prinzipiell vergleichbaren Ergebnissen würde der – hier nicht gesondert dargestellte – Weg über eine Einbringung der Stillen Einlage im Rahmen einer Kapitalerhöhung führen<sup>296</sup>. Beide Verfahren könnten für den vollen Betrag oder für Teilbeträge der Stillen Einlage durchgeführt werden.

Auch bei diesem Vorgehen wäre die Schaffung neuer Aktien erforderlich. Der hier beschriebene Weg ist demnach vergleichbaren Restriktionen ausgesetzt wie die zuvor beschriebenen Verfahrensweisen. Auch in diesem Zusammenhang ist daher darauf hinzuweisen, dass der Einfluss des Bundes bei der Aareal Bank – an der er keine Aktienbeteiligung hält – vergleichsweise gering ist.

Geht man von einer Marktkapitalisierung zum 31.12.2010 in Höhe von ca. 975 Mio. Euro und einer kompletten Wandlung der Stillen Einlage aus, dann würde der Bund bei einem Umtausch der Stillen Einlage einen Anteil von knapp 28 % am Aktienkapital der Bank erhalten.

Nach dem Umtausch der Einlage müsste der Bund die erworbenen Aktien veräußern, um das Beteiligungsverhältnis zu beenden. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass für die Gestaltung der Veräußerung rechtliche Grenzen bestehen können. So „soll“ der Bund gemäß § 13 FMStBG bei der Wiederveräußerung der von dem Fonds erworbenen Anteile, Stillen Beteiligungen und anderen Rechte den Aktionären und Gesellschaftern der betreffenden Unternehmen ein Bezugsrecht einräumen.<sup>297</sup>

**Ergebnis:** Die Vereinbarung und Ausübung eines Rechts zum Umtausch der Stillen Einlage in Aktien und deren anschließender Verkauf stellt eine Möglichkeit zur Rückführung der bei der Aareal Bank AG bestehenden Bundesbeteiligung dar. Der Expertenrat sieht hierin aber – auch im Hinblick auf die begrenzten Einflussmöglichkeiten des Bundes, der nicht Aktionär ist – keine primär zu verfolgende Option. Er weist darauf hin, dass der beschriebene Weg wegen

---

<sup>296</sup> Hierzu und zu den anderen möglichen Gestaltungen eingehend Abschnitt II.1.2.3.3.

<sup>297</sup> Vgl. zur – offenen - Frage der Bedeutung dieser Vorschrift Abschnitt II.1.2.2. Zudem „soll“ gem. § 3 FMStFV eine Wiederveräußerung von erworbenen Anteilen, Stillen Beteiligungen und anderen Rechten am Markt „marktschonend“ erfolgen. Vgl. hierzu Abschnitt II.1.2.1 und zu weiteren, hier nicht genannten Rechtsfragen Abschnitt II.1.2.2.

des Erfordernisses der Schaffung neuer Aktien prinzipiell gleichen Restriktionen ausgesetzt ist wie die zuvor behandelten Möglichkeiten zur Rückführung aufgrund einer Barkapitalerhöhung. Ein Umtausch der Einlage in Aktien könnte insbesondere dann als nahe liegende Option erscheinen, wenn eine Rückführung auf anderen Wegen bis zu dem Zeitpunkt nicht möglich erscheint, zu dem die Stille Einlage des Bundes nicht mehr als Core Tier 1-Kapital anerkannt wird.

#### **V.4.4 Zusammenfassung und Empfehlungen**

Der Expertenrat empfiehlt dem Bund, sich mit der Leitung der Aareal Bank auf eine Gesamtstrategie bezüglich der Rückführung der Stillen Einlage zu verständigen.

Ein möglichst großer Teil des zurückzuführenden Betrages sollte nach Auffassung des Expertenrates durch eine auf den bestehenden Vorratsbeschluss gestützte zeitnahe Barkapitalerhöhung generiert werden.

Bleibt der durch diese Kapitalerhöhung erlöste Betrag hinter dem für eine vollständige Rückführung erforderlichen Betrag zurück, so könnten weitere Rückführungen aus in den nächsten Jahren anfallenden Gewinnen erfolgen.

Sollte eine auf den bestehenden Vorratsbeschluss gestützte Kapitalerhöhung aufgrund der Kapitalmarktbedingungen nicht möglich sein oder einen so niedrigen Erlös einbringen, dass ein aus Gewinnen der nächsten Jahre nicht rückführbarer Betrag offenbliebe, so sollte der Bund darauf hinwirken, dass die Hauptversammlung einen weiteren Vorratsbeschluss fasst. Dieser Beschluss sollte die Möglichkeit eröffnen, zu einem späteren Zeitpunkt die Stille Einlage in Aktien umzutauschen, um durch deren Verkauf einen Ausstieg des Bundes zu erreichen.

#### **V.4.5 Nachweise**

*Aareal Bank*, Nahaufnahme, Geschäftsbericht Aareal Bank Konzern 2009, [http://www.aareal-bank.com/fileadmin/DAM\\_Content/IR/Finanzberichte/2009/091231\\_gb\\_de.pdf](http://www.aareal-bank.com/fileadmin/DAM_Content/IR/Finanzberichte/2009/091231_gb_de.pdf) (Stand: 22.11.2010).

*Aareal Bank*, Unternehmenswebseite, <http://www.aareal-bank.com/konzern/unternehmensprofil/aktionaersstruktur/> (Stand: 30.9.2010).

*Aareal Bank*, Zwischenbericht Aareal Bank Konzern, 1. Januar bis 30. September 2010, III/2010, [http://www.aareal-bank.com/fileadmin/DAM\\_Content/IR/Finanzberichte/-2010/100930\\_zb\\_de.pdf](http://www.aareal-bank.com/fileadmin/DAM_Content/IR/Finanzberichte/-2010/100930_zb_de.pdf).

FAZ vom 16.2.2009, Nr. 39, S. 1 „Bund muss Aareal Bank mit Kapital stützen“.

FAZ vom 16.2.2009, Nr. 39, S. 11 „Bund stützt Aareal Bank mit 4,5 Milliarden Euro“.

FAZ.NET vom 28.06.2010 „Aareal Bank beginnt mit Rückzahlung“.

*Frühauf, Markus*, Teure Staatsbanken, FAZ vom 16.2.2009, Nr. 39, S. 11.

## VI. Auswirkungen eines Ausstiegs

Seinem Auftrag entsprechend hat der Expertenrat auch die Auswirkungen eines Ausstiegs auf den deutschen Kapitalmarkt und auf die Finanzmarktstabilität insgesamt, auf die Kreditversorgung der Realwirtschaft und auf nationale und internationale Wettbewerber bedacht. Die wichtigsten Erwägungen dazu wurden bereits in den Kapiteln II, III und IV vorgestellt, teilweise auch in den Abschnitten zu den einzelnen Instituten. Im Folgenden werden die in Kapitel II und III vorgetragenen allgemeinen Erwägungen ergänzt um verschiedene Aspekte, die sich aus den konkreten Empfehlungen zu den Instituten ergeben. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Empfehlungen selbst in vielerlei Hinsicht abhängig sind von der Entwicklung der einzelnen Institute, der Finanzmärkte und den makroökonomischen Rahmenbedingungen. Die Unsicherheit über diese Entwicklungen betrifft naturgemäß auch die zu erwartenden Auswirkungen des Ausstiegs.

### VI.1 Auswirkungen auf den deutschen Kapitalmarkt und die Finanzstabilität insgesamt

Hinsichtlich der Auswirkungen auf den deutschen Kapitalmarkt und die Finanzstabilität insgesamt ist zu unterscheiden zwischen den Auswirkungen auf die Märkte für die Titel der betroffenen Institute und den Auswirkungen auf das deutsche Finanzsystem insgesamt. Zu ersteren wird auf die Diskussion zu den einzelnen Instituten verwiesen, insbesondere im Hinblick auf Aufnahmefähigkeit und Aufnahmebereitschaft der Märkte für Kapitalerhöhungen der Institute. Zu letzterem wird zunächst auf die Diskussion in Kapitel III verwiesen. Darüber hinaus sind hier vor allem die Auswirkungen auf die Systemstabilität zu thematisieren.

Die Interventionen des Bundes seit Oktober 2008 in Form von Garantien und Beteiligungen an Banken sollten die Gefahr einer Systemkrise abwenden. Die Insolvenz von Lehman Brothers hatte gezeigt, dass der Zusammenbruch eines größeren Instituts katastrophale Wirkungen auf das Finanzsystem insgesamt haben kann. Die durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und seine Ergänzungen geschaffenen Instrumente sollten dem vorbeugen. Entsprechend wichtig ist es, dass nach einem Ausstieg des Bundes keine neuen Systemrisiken entstehen.

Die Beurteilung von Risiken für das Finanzsystem hängt zum einen davon ab, wie es um Zahlungsfähigkeit und Solvenz der einzelnen Teilnehmer bestellt ist, zum anderen davon, welche systemischen Rückwirkungen von Entwicklungen bei einzelnen Instituten ausgehen. Wichtige systemische Wirkungsmechanismen sind

- *Ansteckungseffekte aufgrund von Vertragsbeziehungen:* Vertragspartner eines Instituts werden von dessen Schwierigkeiten in Mitleidenschaft gezogen;
- *Ansteckungseffekte aufgrund von Vertrauensverlust:* Die Schwierigkeiten eines Instituts haben zur Folge, dass Marktteilnehmer das Vertrauen in andere Institute mit ähnlichen Geschäftsmodellen und ähnlichen Risikopositionen verlieren und nicht mehr bereit sind, diesen anderen Instituten Liquidität zur Verfügung zu stellen;
- *Ansteckungseffekte aufgrund von Marktreaktionen:* Wenn ein Institut nach Verlusten gezwungen ist, Vermögenswerte zu verkaufen, um zahlungsfähig zu bleiben oder auch nur die vom Markt geforderte Kernkapitalquote wiederherzustellen (*Deleveraging*), so drückt dies die Preise; Preissenkungen wiederum begründen Abschreibungsbedarf bei anderen Instituten.

- *Rückwirkungen auf die Realwirtschaft:* Zum einen kann ein Vertrauensverlust der Banken untereinander die Funktionsfähigkeit der Zahlungssysteme beeinträchtigen, zum anderen beeinträchtigen die Schwierigkeiten der Banken auch deren Kreditvergabekapazität.

Im Zuge der Finanzkrise spielten alle diese Wirkungsmechanismen eine Rolle: Das Wechselspiel von Preissenkungen in den Märkten, Verlusten und *Deleveraging* zeigte sich vor allem in der Abwärtsdynamik der Märkte zwischen August 2007 und Oktober 2008. In der Folge der Lehman-Insolvenz gab es auch massive Domino-Effekte aufgrund von Vertragsbeziehungen, insbesondere bei *Credit Default Swaps*, und einen massiven Vertrauensverlust mit entsprechenden Auswirkungen auf Refinanzierungsmechanismen und Märkte. Der Vertrauensverlust zwischen den Banken hatte nachhaltige Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit des internationalen Zahlungssystems und trug mit zum Einbruch des Welthandels im vierten Quartal 2008 bei, von dem Deutschland in besonderem Maße betroffen war.

Aus deutscher Sicht stand damals die Sorge um die Refinanzierung der Banken nach dem Zusammenbruch der Interbankenmärkte im Raum, damit verbunden auch die Sorge um Einlagen und Zahlungssystem und um die Kreditvergabe an die Realwirtschaft. Im Fall der HRE stand ferner die Sorge im Raum, dass eine Insolvenz zu einem allgemeinen Verlust des Vertrauens in den Pfandbrief führen könnte, mit drastischen Rückwirkungen auf die Bewertungen dieser Instrumente in den Märkten und entsprechenden Verlusten bei Institutionen wie Versicherungen und Pensionsfonds, die große Mengen an solchen Papieren in ihren Büchern hatten. Die mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz initiierten umfassenden Unterstützungsmaßnahmen des Staates haben verhindert, dass diese systemischen Risiken zum Tragen kamen.

Die heutige Situation ist mit der des Oktober 2009 nicht zu vergleichen. Finanzmärkte und Finanzinstitutionen haben sich weitgehend gefangen, vor allem mit Hilfe der umfassenden staatlichen Unterstützung. Die Krise der US-amerikanischen Immobilien-, Hypotheken- und Verbriefungsmärkte ist zwar noch nicht gänzlich abgearbeitet, erscheint aber schon beinahe als eine Sache der Vergangenheit. Derzeit steht vor allem die Frage im Raum, ob es gelingen wird, die Krise der Staatsfinanzen im Euro-Raum ohne schwerwiegende Konsequenzen für das Finanzsystem und für die Europäische Union zu überstehen. Die systemische Dimension dieser Frage ist derzeit allerdings nicht zu überblicken. Umso wichtiger ist es, dass der Bund bei der Umsetzung der Ausstiegsstrategien genau die Marktlage und die Systemverfassung berücksichtigt.

Zur Situation der einzelnen Institute verweist der Expertenrat auf die Ausführungen in Kapitel V. Sicher ist, dass nach einem Ausstieg des Bundes die Einschätzung der Märkte über die Ertragslage eines Instituts eine größere Rolle für die Refinanzierung spielen wird, dass der Ausstieg des Bundes auch die Anleger in den Märkten veranlassen wird, die Bonität der Bank genauer zu prüfen und sich nicht darauf zu verlassen, dass der Bund gegebenenfalls eingreifen und die Bank stützen werde. Insofern wird die Verletzlichkeit der einzelnen Institute steigen. Diese Entwicklung ist aber notwendig, wenn man nicht in eine Situation kommen will, in der jede Bank eine Blanko-Garantie des Steuerzahlers bekommt. Die einzelnen Institute müssen arbeiten und sich refinanzieren können, auch ohne dass der Bund dahinter steht.

Umso wichtiger ist es, dafür zu sorgen, dass der Ausstieg des Bundes nicht von einem Vertrauensverlust begleitet wird, schon gar nicht von einem Vertrauensverlust, der auch noch andere Institute mit ähnlichen Geschäftsmodellen erfassen könnte. Daher empfiehlt der Expertenrat, bei jedem der vier Institute die gewählte Ausstiegsstrategie durch klare

Kommunikation zu vermitteln und transparent zu machen. Je transparenter eine Ausstiegsstrategie ist, je klarer die Regeln sind und je mehr Zeit gegeben wird, komplexe vertragliche Beziehungen zu entflechten, desto geringer dürfte das Risiko einer erneuten Destabilisierung der Märkte sein.

Damit die Institute nachhaltig in die Lage versetzt werden, ohne staatliche Hilfe zu arbeiten, bedarf es einer Marktstruktur, in der die Institute auf ihre Kosten kommen, auch ohne allzu große Risiken einzugehen. In Kapitel III hat der Expertenrat darauf hingewiesen, dass die derzeitige, historisch gewachsene Marktstruktur diesbezüglich Probleme aufweist. Ohne eine Bereinigung der Marktstruktur ist zu befürchten, dass es in Zukunft wieder zu Krisen kommt und der Ausstieg des Bundes insofern nicht nachhaltig sein wird. Die Empfehlungen des Expertenrats sollen auch die Gefahr begrenzen, dass aufgrund übersetzter Märkte und verzerrter Wettbewerbsanreize neue Risiken auf den Bund zukommen. Auch aus diesem Grund legt der Expertenrat bei zwei der hier betrachteten Institute nahe, einen Marktaustritt sehr ernsthaft in Betracht zu ziehen bzw. vorzubereiten.

Sofern ein solcher Marktaustritt gut vorbereitet und geordnet durchgeführt wird, sollten die systemischen Rückwirkungen überschaubar sein. Bei einer schrittweisen Abwicklung erwartet der Expertenrat keine Risiken für das Finanzsystem insgesamt. Die Gefahr von Ansteckungseffekten, die über Vertragsbeziehungen oder über Vertrauensverlust zustande kommen, ist heute aus drei Gründen deutlich kleiner als im Herbst 2008. Zum ersten ist die allgemeine Marktlage weniger angespannt. Zum zweiten haben die betrachteten Banken inzwischen ein deutlich kleineres Geschäftsvolumen. Zum dritten schließlich würden bei einer geordneten Abwicklung die Vertragsbeziehungen nicht abrupt beendet, sondern entweder bis zum Beendigungszeitpunkt ausgeführt, im Wege der Einigung modifiziert oder auf dritte Parteien übertragen werden. In diesem Zusammenhang ist auch darauf zu verweisen, dass das neu erlassene Restrukturierungsgesetz flexiblere Möglichkeiten zur aufsichtsbehördlichen Umstrukturierung von Finanzinstituten bietet, die sich in einer Krise befinden, als sie 2008 zur Verfügung standen. Sollte aufgrund der Abwicklung eines der in diesem Gutachten behandelten Institute eine Bestandsgefährdung bei einem anderen Kreditinstitut eintreten und von dessen Ausfall eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen, so könnte die Aufsicht mit Stabilisierungsmaßnahmen bei diesem Institut reagieren und auf den durch die sog. Bankenabgabe gespeisten Restrukturierungsfonds zurückgreifen. Sollten Zweifel daran bestehen, dass das neu geschaffene Instrumentarium grundsätzlich genutzt werden kann, um ein für systemrelevant gehaltenes Institut abzuwickeln, so wäre eine Nachbesserung des gesetzlichen Rahmens zu erwägen.

Ein größeres Risiko könnte darin bestehen, dass eine abzuwickelnde Bank in Refinanzierungsschwierigkeiten gerät oder dass aufgrund der beschriebenen Ansteckungseffekte andere Banken mit ähnlichen Geschäftsmodellen Probleme mit ihrer Refinanzierung bekommen. Bei der abzuwickelnden Bank könnten diese Probleme dadurch bewältigt werden, dass die Abwicklung durch die jeweils bereits bestehende Abwicklungsanstalt erfolgt, die die noch erforderliche Refinanzierung gewährleisten kann. Ansteckungseffekten für andere Banken könnte dadurch vorgebeugt werden, dass der institutsspezifische Charakter des Vorgangs klar kommuniziert wird. Die erfolgreiche Tätigkeit der beiden bereits bestehenden Abwicklungsanstalten gibt einen Hinweis darauf, dass eine geordnete Abwicklung durchgeführt werden kann. Im Übrigen sollte der Marktaustritt eines Wettbewerbers auch positive Wirkungen auf die Aussichten von Instituten mit ähnlichen Geschäftsmodellen haben.

## VI.2 Auswirkungen auf die Kreditversorgung in Deutschland

Die deutsche Wirtschaft ist, mehr als dies in anderen Ländern der Fall ist, auf die Fremdfinanzierung durch Bankkredite angewiesen. Dementsprechend stehen mögliche Auswirkungen von Problemen des Bankensektors auf die Kreditversorgung der Wirtschaft – und damit auf die realwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland – im Vordergrund des öffentlichen und wirtschaftspolitischen Interesses. Jedoch verteilen sich die Marktanteile der Unternehmenskredite (Forderungen der Banken gegenüber Nichtbanken) relativ breit über die einzelnen Teile der Drei-Säulen-Struktur des deutschen Banksystems und damit auch über einzelne Institute. Im September 2010 betrug der Marktanteil der Landesbanken bei Unternehmenskrediten knapp 17 %, der der Realkreditinstitute und der Großbanken lag bei 11 bis 12 %. Es dominieren die Sparkassen mit 21 %.<sup>298</sup> Entsprechend gering würde sich der Rückzug einzelner Banken aus dem Geschäft der Kreditfinanzierung auswirken, zumal eine ausreichende Zahl von Wettbewerbern den möglichen Rückgang des Kreditangebots ausgleichen könnte.

In diesem Zusammenhang ist darauf zu verweisen, dass es für Deutschland keinen Hinweis auf eine signifikante Kreditklemme im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise gibt. Vielmehr ist der Rückgang der Kreditvergabe im Zuge der Krise weitgehend durch einen Rückgang der Kreditnachfrage, bedingt durch den konjunkturellen Abschwung und gestiegenen Risikoprämien, zu erklären; gerade die Sparkassen und Genossenschaftsbanken waren auf Grund ihrer stabilen Finanzierungssituation durch Kundeneinlagen und ihrer relativ geringen internationalen Vernetzung in der Lage, die Wirtschaft weiterhin ausreichend mit Krediten zu versorgen. Diese Entwicklung ist insbesondere vor dem Hintergrund der schon erfolgten Rückführung der Risikoaktiva der hier betrachteten Banken interessant, durch die bereits ein erheblicher Teil der Anpassung des Kreditangebots dieser Institute erfolgt ist.

Zukünftig ist zu erwarten, dass Banken, die in hohem Maße auf *Wholesale Funding* angewiesen sind, Probleme bei der Refinanzierung bekommen könnten. Die Auswirkungen einer möglichen Reduktion der Aktiva dieser Banken werden jedoch durch zwei Faktoren gemindert. Zum einen kann ein Teil der Anpassung nicht nur über die Kredite im Inland sondern auch über eine (weitere) Rückführung der Auslandsaktiva erfolgen; zum anderen könnten andere Wettbewerber, beispielsweise die Sparkassen, einspringen und die Kreditversorgung aufrechterhalten.

Zu den konkreten Fällen der Institute ist anzumerken, dass der Expertenrat in zwei Fällen die Fortführung des bestehenden Geschäftes empfiehlt, so dass ohnehin keine erheblichen negativen Auswirkungen auf die Kreditvergabe zu erwarten sind, abgesehen von dem, was diese Banken von sich aus planen. In den beiden Fällen, in denen der Expertenrat eine Abwicklung der Geschäftstätigkeit ernsthaft zu prüfen bzw. vorzubereiten empfiehlt, sollte diese in jedem Falle so erfolgen, dass ausreichend Zeit auf den Märkten für Unternehmenskredite geschaffen würde, sich an etwaige Reduktionen des Kreditangebots dieser Banken anzupassen. In diesen beiden Fällen beruhen die Empfehlungen des Expertenrats ohnehin auf der Einschätzung, dass die Institute vor allem in Märkten tätig sind, die durch Überkapazitäten und intensiven Wettbewerb gekennzeichnet sind, so dass es schwer ist, die erforderlichen Margen zu verdienen, ohne übermäßige Risiken einzugehen. In solchen Märkten werden die Unternehmen der Realwirtschaft unschwer andere Kreditgeber finden.

---

<sup>298</sup> Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Bankenstatistik, November 2010.

### VI.3 Auswirkungen auf den Wettbewerb

Die Rücknahme staatlicher Hilfen hat unmittelbar Auswirkungen auf die Wettbewerbsposition der betreffenden Institute und auf die anderer Banken. Diese Auswirkungen sind wettbewerbspolitisch erwünscht. Eine Wettbewerbsfähigkeit, die sich nur den staatlichen Unterstützungsmaßnahmen verdankt, ist nicht viel wert; vor allem bewirkt sie eine Fehlallokation von Ressourcen. Sie kann auch die Systemstabilität gefährden. Dies gilt insbesondere dann, wenn andere Institute, die keine staatliche Unterstützung erhalten, ihre Wettbewerbsnachteile zu kompensieren versuchen, indem sie zusätzliche Risiken eingehen. Ein Beispiel für diesen Wirkungsmechanismus lieferten in den neunziger Jahren japanische Banken, die anders nicht sahen, wie sie mit der staatlich gestützten und privilegierten Postsparkasse konkurrieren sollten<sup>299</sup>

Wettbewerbswirkungen sind auch zu erwarten, wenn Institute aus dem Markt austreten. Die Verhinderung solchen Marktaustritts ist aber kein genuines Ziel der Wettbewerbspolitik. Wettbewerbspolitik versucht vielmehr, den Marktaustritt von gesunden Unternehmen zu verhindern, die durch missbräuchliche Praktiken marktbeherrschender Unternehmen verdrängt werden. Sie versucht aber nicht, den Marktaustritt von Unternehmen zu verhindern, die bei intensivem Wettbewerb nicht mehr in der Lage sind, ihre Margen zu verdienen. Im Gegenteil: Ein solcher Marktaustritt der weniger rentablen Unternehmen aus einem übersetzten Markt gehört zur normalen Wettbewerbsdynamik. In diese Dynamik sollte die Politik nicht eingreifen.

Aus der Perspektive der Kreditnehmer mag der Austritt des einen oder anderen Anbieters aus dem Markt zu einer Verschlechterung der Kreditangebote führen. Es gibt aber keinen Anspruch der Kreditnehmer auf billige Kreditangebote. Wenn die Kreditzinsen niedrig sind, weil der Wettbewerb unter den Banken so intensiv ist, dass diese ohne Eingehen von Risiken nicht mehr in der Lage sind, die Margen zu verdienen, die sie zum Überleben brauchen, so ist ein Anstieg der Kreditzinsen volkswirtschaftlich sinnvoll, auch wenn er für Kreditnehmer zunächst einmal nachteilig erscheint. Ansonsten wäre das Risiko groß, dass der Steuerzahler am Ende wieder einspringen müsste.

Natürlich sind die Wettbewerbsverhältnisse in den verschiedenen Teilmärkten des Finanzsektors sehr unterschiedlich. In bestimmten Kreditmärkten, insbesondere gewissen Märkten für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen, sind die Informationsvorteile der Hausbanken so groß, dass kein intensiver Wettbewerb zustande kommt. In anderen Märkten jedoch, etwa in den Märkten für bestimmte Immobilienfinanzierungen und für Staatsfinanzierungen, spielen Informationsprobleme keine derart große Rolle. Für diese Märkte gilt, dass bei intensivem Wettbewerb der Kreditanbieter die Wirkungen eines Marktaustritts durchaus positiv gesehen werden können. Wichtig ist, dass die Marktstrukturen, die sich am Ende einstellen, den beteiligten Banken die Möglichkeit geben, im Wettbewerb zu überleben, ohne Risiken einzugehen, die eine erneute Abhängigkeit von Staatshilfen begründen könnten.

---

<sup>299</sup> Für eine theoretische Analyse dieses Zusammenhangs siehe *Hakenes/Schnabel*, 6 *Journal of Financial Stability* (2010) 156; zur japanischen Erfahrung siehe *Kashyap*, 26 *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspective* (2002) 42, insbesondere 47.

#### **VI.4 Nachweise**

*Deutsche Bundesbank*, Bankenstatistik, November 2010.

*Hakenes, Hendrik/Schnabel, Isabel*, Banks without Parachutes – Competitive Effects of Government Bail-out Policies, 6 *Journal of Financial Stability* (2010) 156-168.

*Kashyap, Anil K.*, Sorting Out Japan's Financial Crisis, 26 *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspective* (2002) 42–55.



Prof. Dr. Daniel Zimmer (Vorsitz)



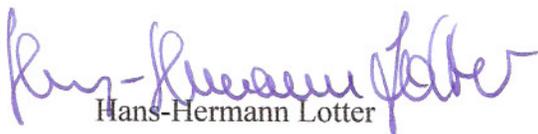
Dr. Werner Brandt



Prof. Dr. Claudia Maria Buch



Prof. Dr.h.c.mult. Martin Hellwig, Ph.D.



Hans-Hermann Lotter



Prof. Dr. Hanno Merkt