

Bad Banks und das Aschenputtel-Prinzip

Ein Programm für die Rettung des Finanzsystems sollte ein klares Ziel haben: Die Guten ins Töpfchen, die Schlechten ins Kröpfchen

BASTIAN BREITENFELLNER
UND NIKLAS WAGNER

Ein Ende der weltweiten Finanzkrise scheint noch lange nicht in Sicht. Die Politik steht vor einer schwierigen Abwägung: Grundsätzlich ist es notwendig, Insolvenzen als Teil eines gesunden Marktes zuzulassen. Nur so wird ein Selbstreinigungsprozess im Finanzsektor ermöglicht. Andererseits ist unstrittig, dass staatliche Interventionen unumgänglich sind, sobald die volkswirtschaftlichen Kosten der Insolvenz eines Finanzinstituts jene der Intervention übersteigen. Man spricht in diesem Fall von der systemischen Bedeutung eines Instituts.

Wie sollte also eine sinnvolle staatliche Intervention aussehen? Abhängig von den Zielen eines staatlichen Rettungspakets ändert sich auch dessen „optimale“ Ausgestaltung. Zu den wichtigsten Zielen gehört die Stabilisierung des Finanzsystems, bei gleichzeitiger Minimierung der Belastung für den Steuerzahler. Idealerweise schafft das Rettungspaket gemäß dem Aschenputtel-Prinzip zusätzlich ein separierendes Gleichgewicht zwischen solventen, aber illiquiden Banken einerseits und insolventen Banken andererseits.

Nur durch Selektion kann Wettbewerb funktionieren, und nur so lassen sich zukünftige Fehler vermeiden. Ein weiteres entscheidendes Merkmal eines Rettungspakets sind die Kosten, die einem Finanzinstitut bei Inanspruchnahme entstehen. Wenn der Marktmechanismus der Insolvenz außer Kraft gesetzt wird, muss die Rettung mit marktgerechten Kosten für das Finanzinstitut verbunden sein. Sind die Kosten zu niedrig, so können Rettungspakete als billige Refinanzierungsmöglichkeit missbraucht werden.

Starke Banken, schwache Banken

Das Konzept der Bad Bank (also der Ankauf illiquider Wertpapiere durch gesonderte Institutionen) hat im Vergleich zu anderen Formen der Intervention einen entscheidenden Vorteil. Unter der Annahme, dass sich die Qualität einzelner Banken insbesondere durch die Qualität ihrer Aktiva unterscheidet, ist der Verkauf von Wertpapieren besonders für wirtschaftlich schwache Banken interessant, da sie die riskanteren Papiere halten. Starke Banken hingegen haben einen geringeren Anreiz, Aktiva zu veräußern, da ihre Aktiva eine höhere Qualität besitzen.

Das Konzept steht und fällt mit dem Preis, zu dem Banken ihre Wertpapiere veräußern können. Idealerweise enthält dieser Preis einen Abschlag auf den ökonomischen Wert der Papiere. Zugleich sollte er über seinem aktuellen Marktwert liegen. Dies gewährleistet, dass ein Verkauf sowohl für die Finanzinstitute als auch für den Staat vorteilhaft ist.

Zweifelsfrei ist es eine schwierige Aufgabe, einen optimalen Abschlag zu bestimmen. Es ist aber nicht nötig, einen separaten Abschlag für jedes einzelne Wertpapier festzulegen. Vielmehr sollte ein einheitlicher Abschlag ermittelt werden, der sich an der durchschnittlichen

Qualität illiquider Aktiva bemisst. Wählt man den Abschlag richtig, kann ein weiteres wichtiges Ziel erreicht werden: die eindeutige Unterscheidbarkeit zwischen starken und schwachen Banken. Da starke Banken typischerweise qualitativ höherwertige Aktiva halten, sind sie ab einer gewissen Höhe des Abschlags nicht mehr bereit, ihre Aktiva zu veräußern. Für schwache Banken sind hingegen die Konditionen, zu denen sie ihre Aktiva veräußern können, akzeptabel. Es kommt zu einem separierenden Gleichgewicht.

Dies wiederum senkt die Refinanzierungskosten für starke Banken, da sie sich eindeutig von schwachen abgrenzen können. Im besten Fall gewährleistet die Existenz einer Bad Bank, dass alle Marktteilnehmer, die Steuerzahler eingeschlossen, besser abschneiden als ohne sie.

Gewinnchancen für den Staat

Eine Bad Bank als Form der staatlichen Intervention hat einen weiteren entscheidenden Vorteil im Vergleich zu Rettungspaketen, die nur auf Staatsgarantien und Rekapitalisierung setzen. Der Staat trägt nicht nur Risiko, sondern kann auch von positiven Marktveränderungen profitieren. So zeigt etwa eine Studie der Bank of England, dass die Preisabschläge, mit denen viele strukturierte Kreditprodukte derzeit gehandelt werden, nur zum Teil deren derzeitigen ökonomischen Wert widerspiegeln. Ein nicht unwesentlicher Teil der Preisabschläge beruht auf der Illiquidität der Sekundärmärkte für solche Produkte.

Um den Erfolg des Konzepts einer Bad Bank zu gewährleisten, ist eine weitere Aufgabe entscheidend. Es muss verhindert werden, dass Bad Banks als „Müllhalde“ für notleidende Wertpapiere der Finanzinstitute dienen, unabhängig von deren jeweiliger Situation. Dies wird erreicht, indem man den Zugriff auf Staatshilfe an bestimmte Bedingungen knüpft. So muss gewährleistet sein, dass der Zugriff auf Staatshilfe sämtliche weiteren Formen der Refinanzierung für eine gewisse Zeit ausschließt. Es muss also verhindert werden, dass Finanzinstitute nur einen Teil ihres Kapitalbedarfs mittels Verkäufen von notleidenden Wertpapieren decken. In diesem Fall würden sie der Bad Bank nur jene Wertpapiere verkaufen, die nahezu wertlos sind. Die Problematik asymmetrischer Information würde sich wie zuvor bei den vorangegangenen Kreditverbriefungen wiederholen.

Den Erfolg stattdessen Rettungspakete anhand der Anzahl der darauf zurückgreifenden Banken zu messen erscheint in diesem Licht als äußerst fragwürdig. Einerseits kann es durchaus als positives Zeichen für die Stabilität der Finanzinstitute gewertet werden, falls diese nicht auf die Hilfe zugreifen, vorausgesetzt sie ist richtig ausgestaltet. Andererseits stellt allein die Verfügbarkeit eines Rettungspakets eine Option dar, die Anreize schafft, Geldmittel nicht zu horten, sondern diese an die Realwirtschaft weiterzugeben.

NIKLAS WAGNER ist Professor für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Passau.

BASTIAN BREITENFELLNER ist dort wissenschaftlicher Mitarbeiter. Die Autoren sind Verfasser der Studie „Government Intervention in Response to the Subprime Financial Crisis: The Good into the Pot, the Bad into the Crop“.

IMPRESSUM

Die **Financial Times Deutschland** ist überregionales Pflichtblatt aller acht deutschen Wertpapierbörsen.

Sprecher des Chefredakteurskollegiums: Steffen Klusmann
Chefredakteure: Stefanie Burgmaier (Börse Online), Dr. Nikolaus Förster (Impulse), Steffen Klusmann (Capital, FTD)
Stellvertretende Chefredakteure: Sven Clausen (FTD), Geron Kruse (Börse Online), Alexander Mayerhöfer (Impulse), Paul Prandl (Capital), Stefan Weigel (FTD)

Art Director: Dominik Arndt, Carsten Lüdemann (Stv.)

Geschäftsführende Redakteur: Isabelle Arnold

Chefs vom Dienst: Cosima Jäckel, Michaela Schmid

Bildchef: Peter Raffelt, José Blanco (Stv.)

Unternehmen: Guido Warlimont (verantwortl.), Claus Gorgs (Stv.), Jörn Paterak (Stv.), **Politik:** Andreas Theysen (verantwortl.), **Finanzen:** Tim Bartz (verantwortl.), **Geld:** Marie-Luise Hoffmann

(verantwortl.), Helmut Kipp (Stv.), Jochen Mörich (Stv.), **Agenda:** Christian Baulig (verantwortl.), Horst von Büttler (Stv.), **Online:** Dr. Anton Notz (verantwortl.)

Verantwortliche Redakteure im Sinne des Presserechts sind die vorstehend als solche genannten Redakteure für ihren Bereich, im Übrigen die Chefredaktion.

Geschäftsführer: Ingrid Haas, Christoph Rühl

Anzeigenleiter: Mario Suchert (verantwortl.)

G+J Wirtschaftsmedien GmbH & Co. KG

Stubbenhuk 3, 20459 Hamburg
Tel.: 040/319 90-0, Fax: -310

„Financial Times“, „Financial Times Deutschland“ und „FTD“ are registered trade marks of The Financial Times Limited and used under license. The

Financial Times Limited is neither the publisher of nor responsible for the content of this publication.

Vertrieb: DPV Deutscher Pressevertrieb
Leitung: Randi Greve, Düsterstr. 1-3, 20355 Hamburg
ISSN 1615-4118

Nachdruckrechte/Syndication: Picture Press Bild- und Textagentur GmbH, Koordination: Petra Martens, Anfragen: Nicole Wulff, Tel. 040/37 03 34 01, E-Mail: wulff.nicole@picturepress.de

Druck: Presse-Druck- und Verlags-GmbH, 86167 Augsburg; Mannheimer Morgen Großdruckerei und Verlag GmbH, 68167 Mannheim; Druck- und Verlagzentrum GmbH & Co. KG, 58099 Hagen; BVZ Berliner Zeitungsdruck GmbH, 10365 Berlin

A B H M

Wie die IT uns retten wird

Deutschland kann gestärkt aus der Krise hervorgehen. Dafür aber muss die Politik weiter Geld für Forschung und Entwicklung ausgeben und eng mit innovativen Branchen zusammenarbeiten **VON JAN MUEHLFEIT**

Die Weltwirtschaft steht am Scheideweg. Exporte und Investitionen befinden sich im freien Fall, Unternehmen drosseln die Produktion und wandern in vielen Fällen in Schwellenländer ab. Praktisch alle EU-Mitgliedsstaaten, Deutschland eingeschlossen, müssen 2009 mit einem dramatischen Abschwung rechnen. Die Arbeitslosenquote in der Euro-Zone wird voraussichtlich auf 8,2 Prozent steigen.

Der einzige Weg aus der derzeitigen Krise besteht darin, weiter gemeinsam zu handeln. Herzstück der europäischen Reaktion muss die Investition in unsere Zukunft sein – also in Innovationen. Auf keinen Fall dürfen die Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) gesenkt werden. So verlockend es für Regierungen sein mag, in Zeiten finanzieller Entbehrungen die öffentlichen Gelder für Forschung zu drosseln: Ein solcher Schritt wäre ein fataler Fehler. Investitionen in Innovation sind der einzige Weg, Europa als weltweit führend und wettbewerbsfähig zu positionieren, wenn sich die Wirtschaft wieder erholt.

Europa kann einige der weltweit besten Forschungseinrichtungen und Wissenschaftler vorweisen, doch wir müssen unsere Investitionen weiter aufstocken. 2008 stiegen in der EU die F&E-Ausgaben der Unternehmen um 8,08 Prozent. Im Europäischen Innovationsanzeiger 2008 rangiert Deutschland unter den Spitzenreitern. Momentan tragen Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) hierzulande rund 40 Prozent zum gesamten Wirt-

schaftswachstum bei. Mit einem Jahresumsatz von ungefähr 140 Mrd. € ist IKT eine expandierende Branche, die in Deutschland die klassischen Sektoren Auto- und Maschinenbau überrundet hat. Mehr als 800 000 Menschen arbeiten in IKT-Berufen, und weitere 650 000 IKT-Experten sind in anderen Sektoren beschäftigt.

Doch die Investitionen europäischer Unternehmen in Innovation sind immer noch relativ gering, vor allem im Vergleich zu den USA, Japan und China. Das 200 Mrd. € schwere Konjunkturprogramm, das die Europäische Kommission im Dezember vorgeschlagen hat, ist ein wichtiger kurzfristiger Schub.

Doch medienwirksamen Worten müssen Taten folgen. Im Rahmen dieses Konjunkturprogramms hat die Europäische Kommission 1 Mrd. € für die Breitbandentwicklung vorgesehen. Tatsächlich wird davon ausgegangen, dass Breitbandverbindungen eine Million Arbeitsplätze schaffen und die Wirtschaft der EU bis 2015 um 850 Mrd. € wachsen lassen. Auch wenn diese Investition auf den ersten Blick beeindruckend erscheint, so ist sie im Vergleich zu den 5 Mrd. € enttäuschend, die in den USA für das gleiche Vorhaben vorgesehen sind.

Alle öffentlichen Gelder dieser Welt reichen nicht aus, uns aus diesem schwarzen Loch zu ziehen. Die Wirtschaft muss mit anpacken, Unternehmen müssen weiter in Europa investieren.

Doch auch der Mut der Mitgliedstaaten der EU ist gefragt. Um andere zu animieren, müssen die Bemühungen, die derzeit unternommen werden, und das Geld, das dafür bereitgestellt wird, ehergehen mit einer langfristigen Vision für tragfähige Innovation.

Informations- und Kommunikationstechnologie ist das Werkzeug, mit dem wir auf kreative Weise Innovationen schaffen und effizienter werden können. Die Aussichten sind bereits äußerst vielversprechend. Grüne IKT etwa ist ein

Sektor mit riesigem Potenzial. Eine Studie über den Beitrag der IKT zur Bekämpfung des Klimawandels hat ergeben, dass der Schadstoffausstoß weltweit um 15 Prozent reduziert werden und die globale Industrie bis 2020 jährlich 500 Mrd. € an Ausgaben einsparen könnte. Wertvolle zukünftige Gewinne für eine nachhaltigere Umwelt werden sich in Bereichen ergeben wie Energie-sparmaßnahmen bei Gebäuden, im Flugzeugdesign, bei globalen Klimamodellen, der Analyse neuer Treibstoffalternativen und verbesserter Transportlogistik.

Informations- und Kommunikationstechnologie begünstigt viele Sektoren, auf die Europa für Wachstum und neue Arbeitsplätze bauen kann. E-Gesundheit ist einer davon. Frühe derartige Investitionen im Gesundheitswesen zahlen sich schon jetzt aus, da der Einsatz von ITK Gesundheit und Lebensqualität der Menschen verbessert.

Eine engere Zusammenarbeit zwischen öffentlichem und privatem Sektor sowie ein günstiges politisches Klima können auch der Wirtschaft neuen Schwung verleihen. Unternehmen können aber nicht darauf warten, dass die Politik handelt. Wir wollen bei der Erholung der Wirtschaft mitwirken.

Die Geschichte hat gezeigt, dass Unternehmen, die kontinuierlich in Innovation investieren, deutlich besser gerüstet sind, einen Konjunkturabschwung zu bewältigen. Dasselbe gilt für Staaten: Hält Deutschland an seinem Innovationsglauben fest und investiert weiter in seine Stärken, wird es aus dieser Krise besser hervorgehen als viele andere. Weist Deutschland bei der Partnerschaft mit der Privatwirtschaft den Weg, wird es auch zum Vorbild für andere.

Die Wirtschaftskrise anzugehen steht für Politik und Wirtschaft zu Recht ganz oben auf der Tagesordnung. Jetzt ist der Zeitpunkt, nach neuen Wegen zu suchen, um Effizienz zu steigern und gleichzeitig Wachstum und Innovation zu fördern. Der Wettkampf zwischen Unternehmen und zwischen Staaten wird im 21. Jahrhundert über deren Fähigkeit entschieden, menschliches Potenzial freizusetzen und zu nutzen. Deshalb müssen wir innovative Firmen unterstützen, in Bildung investieren, den Akzent auf herausragende Leistungen setzen und Unternehmen würdigen. So wird Europa zum Vorreiter unserer innovativen Zukunft.

JAN MUEHLFEIT ist Chairman von Microsoft Europe.

Die Hexen von AIG-wick

Die Politik errichtet Scheiterhaufen für einzelne Bankmanager. Dabei sollte sie die Gläubiger rannehmen



TOBIAS BAYER

Es gibt Methoden, um festzustellen, ob sie eine Hexe ist.“ – „Welche denn?“ – „Was tut man im Allgemeinen mit Hexen?“ – „Verbrennen!“ – „Was außer Hexen kann sonst noch brennen?“ – „Holz!“ – „Gut, warum denkst ihr nun, dass Hexen brennen?“ – „Weil sie vielleicht aus Holz sind!“

Wie der skurrile Gag der britischen Komikergruppe Monty Python aus „Die Ritter der Kokosnuss“ zeigt, war die Identifikation und Darstellung von Hexen immer schon ein wenig willkürlich. Wohnten diese bei den Gebrüder Grimm im 19. Jahrhundert noch hinter Bäumen im Pfefferkuchenhaus, so fegte die Elfie-Donnelly-Variante im 20. Jahrhundert auf einem Besen namens „Kartoffelbrei“ durch die Kleinstadt.

Im 21. Jahrhundert schließlich ist die Hexenfigur männlich, trägt Nadelstreifen, wohnt in der Großstadt, verwandelt Mist in Gold, um es dann wieder zurück in Mist zu verwandeln – und kassiert für diesen Zaubertick Boni in Millionenhöhe. John Updike hätte sie die „Hexen von AIG-wick“ getauft: Die Angestellten des Versicherungskonzerns AIG, der erst 173 Mrd. \$ an Staatsgeld bekommt und dann 165 Mio. \$ (oder sogar 218 Mio. \$) an seine Mitarbeiter ausschüttet. Der US-Kongress tobt, will die Namen der Begünstigten sehen und sich über ein Steuergesetz das Geld zurückholen. Alles wird begleitet von blutnüstiger Intonation: Der Senator Charles Grassley fordert die AIG-Manager zum Selbstmord auf. Brennen muss Wall Street!

Doch als die Hexe zum Ofen schaut hinein ...

Mag sich das Hexenbild über die Jahrhunderte auch gewandelt haben, gewisse Aspekte sind indes gleich geblieben: Hexen sind immer dann nützlich, wenn man von eigenen Fehlern ablenken kann. Und wenn die wirklich wichtigen Dinge so komplex sind, dass man sich lieber auf vermeintlich einfache Erklärungen stürzt.

Das eigentlich Erschreckende an der seit 2007 wütenden Krise ist ihre Unübersichtlichkeit: Alles hängt irgendwie mit allem zusammen. Für die Politik ist es daher verführerisch, die gesamte Verantwortung auf die Schär der Finanz-Hexenmeister abzuwälzen und den

Bedarf der Öffentlichkeit nach Schuldigen zu befriedigen. Was AIG-Derivatehändler Joseph Cassano für die Amerikaner ist, ist der ehemalige Hypo-Real-Estate-Chef Gouge Funke für die Deutschen: ein verachtenswerter Zeitgenosse, irgendwo angesiedelt zwischen Eastwick-Bösewicht Daryl van Horne und Potter-Nemesis Lord Voldemort. Achtung verbietet sich.

Das häretische Tun der Gesetzgeber gerät hingegen gern in Vergessenheit. Nehmen wir den US-Kongress. Die Liste der Sünden ist lang: Verabschiedung des Gramm-Leach-Bliley Act 1999, der die Trennung zwischen Geschäfts- und Investmentbanken, zwischen Geldhäusern und Versicherungen niederriss und Frankenstein wie Citigroup und AIG erst schuf. Verabschiedung des Commodity Futures Modernization Act 2000, der Kreditderivate und Collateralized Debt Obligations von staatlicher Kontrolle befreite. Kritiker wie die Ex-Vorsitzende der Terminbörsenaufsicht CFTC, Brooksley Born, wurden sträflich ignoriert.

„Was sind 165 Mio. Dollar an Bonuszahlungen, gemessen an 93,2 Mrd. Dollar für die Großbanken?“

Das Ärgerliche an der AIG-Hexenjagd ist nicht nur, dass sich viele ihre schmutzigen Hände reinwaschen, sondern dass auch wichtige Fragen ungeklärt bleiben. Eine der entscheidenden lautet: Wer trägt im Falle staatlicher Rettung die Einbußen? Welche Verträge werden geachtet, welche werden für nichtig erklärt? Die Arbeitsverträge der Angestellten oder die Verträge mit den Gläubigern und Gegenparteien? Das ist nicht nur bei Banken relevant, sondern auch bei Konzernen wie General Motors.

AIG ist dafür wiederum ein mahnendes Beispiel: Während für 165 Mio. \$ an Bonuszahlungen der Scheiterhaufen errichtet wird, wird die Legitimität von 93,2 Mrd. \$, die im Rahmen von CDS-Transaktionen an Banken wie Goldman Sachs oder Deutsche Bank aus öffentlichen Kassen flossen, kaum diskutiert. Das ist nicht allein mit Blick auf die Summen völlig unver-

ständig: Goldman Sachs war nach Angaben von Finanzchef David Viniar abgesichert, mit anderen Worten auf die knapp 13 Mrd. \$ von AIG gar nicht angewiesen. Stattdessen gibt es eine andere schützenswerte Abhängigkeit: die des Versicherungskonzerns von seinen Mitarbeitern. Sie verstehen die arkanen Kontrakte besser als der durchschnittliche Ministerialbeamte. Die Großinquisitoren des Kapitols strafen also lieber die Angestellten als die Gläubiger – und schädigen den, dessen Interesse sie zu verteidigen gedenken: den Steuerzahler.

... ward sie gestoßen von unserm Gretelein

Statt jüngstes Gericht zu spielen und einige Millionen von Derivatehändlern einzutreiben, sollten die Regierungsvertreter endlich ihr Vorgehen bei Rettungsaktionen koordinieren. Von Fannie Mae in den USA über Bradford & Bingley in Großbritannien bis hin zur deutschen HRE kocht jedes Land in Bezug auf die Fremdkapitalgeber sein eigenes Süsschen – und sorgt für gewaltige Unsicherheit, die von den Aktien über die Nachrangdarlehen in die sichersten Verbindlichkeiten hineinkriecht.

Generell gilt: Im Fall einer Verstaatlichung sollten sowohl Aktionäre als auch Gläubiger leiden. Darin eingeschlossen wären dann wohlgermerkt auch die „Unsecured Creditors“ und CDS-Gegenparteien, die beide mit heftigen Abschlägen rechnen müssten. Wäre das fatal? Prominente Ökonomen wie Willem Buiter von der London School of Economics oder Luigi Zingales von der University of Chicago verneinen das. Sie halten das Argument, dass sich das gesamte Bankensystem im Fall einer Enteignung der Gläubiger nicht mehr refinanzieren könnte, für ein billiges Schauermärchen und verweisen auf Argentinien. Das südamerikanische Land habe zwar mit seiner Zahlungsverweigerung zur Jahrtausendwende viele verärgert und an Vertrauen eingebüßt. Doch selbst die Gauchoketzer seien inzwischen wieder begnadigt.

Und was genau ist der Unterschied zwischen AIG und Argentinien? Die Differenz könnte man ganz im Sinne Monty Pythons willkürlich aufheben. Der Hexenschmerz geht so weiter: „Gut. Versinkt Holz im Wasser?“ – „Nein, es schwimmt!“ – „Was schwimmt außerdem noch im Wasser?“ – „Kalte Ente!“ Man hätte genauso gut „Falscher Hase!“ antworten können.

E-MAIL bayer.tobias@guj.de

TOBIAS BAYER ist Redakteur im FTD-Finanzressort. Er schreibt dienstags im Wechsel mit Lucas Zeise.