

## Finanzmärkte

### Tendenzen an den Finanzmärkten

---

Die internationalen Finanzmärkte standen im ersten Quartal 2009 im Zeichen fortgesetzter Verwerfungen an den Finanzmärkten und eines sich verstärkenden konjunkturellen Abwärtsdrucks. In diesem Umfeld prägten auch die intensiven Bemühungen der Politik, die Krise einzudämmen, das Geschehen an den Geld- und Kapitalmärkten. Angesichts der sich verschärfenden rezessiven Grundtendenzen in der Weltwirtschaft und hoher Verluste von Finanzinstituten im Schlussquartal 2008 sank der Risikoappetit der Investoren zu Jahresbeginn erneut stark. Entsprechend erhöhten sich die Kreditrisikoprämien finanzieller Schuldner abermals bis in die erste Märzhälfte hinein; zugleich gaben die Aktienkurse auf breiter Basis erheblich nach. Vor dem Hintergrund der Anspannungen im Finanzsektor verstärkten die Regierungen ihre Anstrengungen, die Bilanzen der Banken von problematischen Vermögenswerten zu befreien. Zudem intervenierten Zentralbanken direkt an den Finanzmärkten, um die angespannten Finanzierungsbedingungen zu verbessern. Seit Mitte März sind leichte Entspannungstendenzen erkennbar. So wich der Druck auf die Bewertung von Finanzinstituten an den Aktien- und Anleihemärkten. In der Folge kam es zu Rückflüssen von Anlagegeldern aus sicheren und liquiden Anleihen. Dies reduzierte auch die wahrgenommenen Kreditrisiken von Schuldern anderer Branchen, wenngleich sich diese zuletzt noch immer auf hohem Niveau befanden. Verbesserte Stimmungsindikatoren trugen ebenfalls zu einem freundlicheren Klima an den Aktienmärkten bei. An den Devisenmärkten verlor der Euro seit Jahresbeginn per

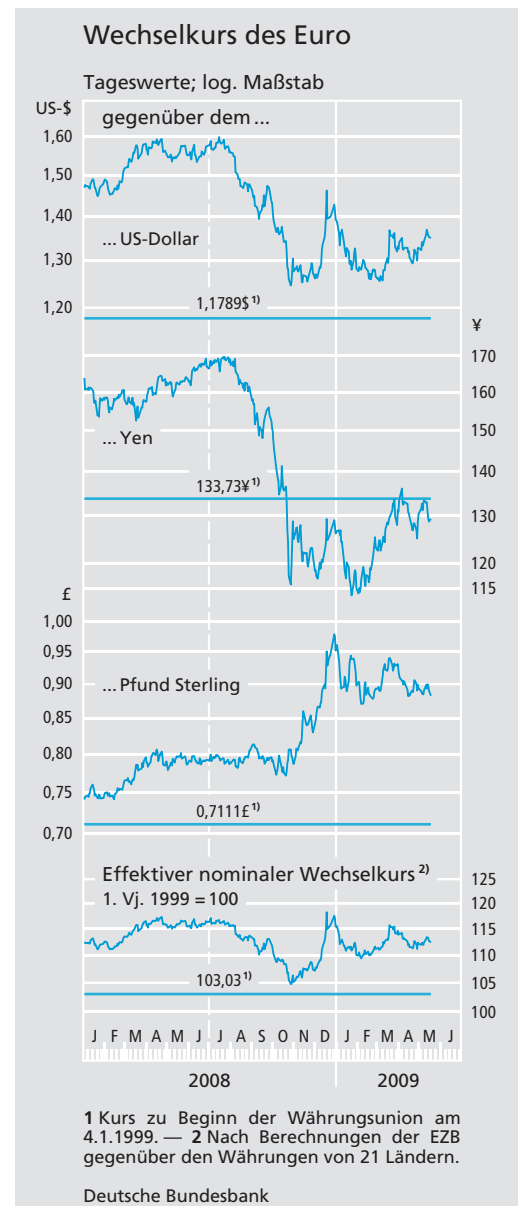
*Finanzmarkt-  
umfeld*

saldo etwas an Wert; Kursgewinne in Relation zu mittel- und osteuropäischen Währungen wurden durch Kursverluste gegenüber US-Dollar, Pfund Sterling und einigen Rohstoffwährungen mehr als kompensiert.

## Wechselkurse

*Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar, ...*

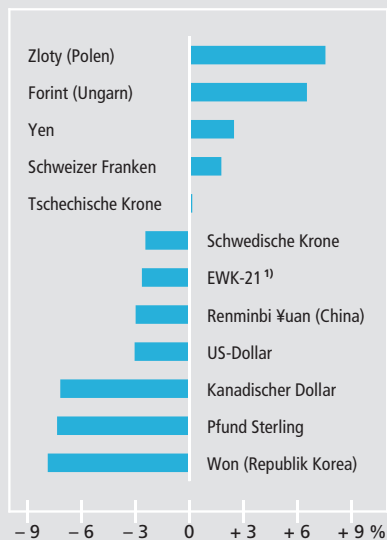
Vor dem Hintergrund der sich einengenden Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Anlagen im Euro-Raum und den Vereinigten Staaten gab der Euro-Dollar-Kurs Anfang dieses Jahres zunächst nach. Belastend wirkte dabei der tendenzielle Rückgang des US-Handelsbilanzdefizits, der durch den gesunkenen Ölpreis, rückläufige Investitionen und einen Anstieg der Sparneigung der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten bedingt war. Zudem sahen Marktteilnehmer im Dollar-Raum einen „sicheren Anlagehafen“ zu einem Zeitpunkt, als die Krise auf den internationalen Finanzmärkten die Risikoaversion deutlich erhöhte. Hiervon waren auch die Kreditmärkte in Mittel- und Osteuropa betroffen, was sich aufgrund der engen finanziellen und güterwirtschaftlichen Verflechtung des Euro-Raums mit dieser Region tendenziell negativ auf den Euro ausgewirkt hat. Mit der ab der zweiten Märzhälfte erkennbar gestiegenen Zuversicht kam es dann aber kurzfristig zu Kursgewinnen des Euro gegenüber dem US-Dollar. Zu dieser Entwicklung beigetragen hat die Ankündigung der Federal Reserve, ihre Wertpapierkäufe kräftig auszuweiten und auch Staatsanleihen zu erwerben. Daraufhin sank die Rendite von US-Treasuries vorübergehend stark. Als sich in der Folgezeit allerdings Erwartungen über eine weitere Leitzinssenkung



des Eurosystems auf den Devisenmärkten verfestigten, verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar zeitweilig wieder etwas an Wert. Bei einer in der Tendenz nachgebenden, aber im historischen Vergleich immer noch erhöhten kurzfristigen Wechselkursvolatilität lag er zuletzt mit 1,35 US-\$ etwa 3 % niedriger als zu Jahresbeginn.

### Auf-/Abwertung des Euro gegenüber ausgewählten Währungen

31.12.2008 bis 18.05.2009



<sup>1)</sup> Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 21 Ländern.

Deutsche Bundesbank

... gegenüber dem Yen ...

Dagegen hat der Euro gegenüber dem Yen im Berichtszeitraum – ungeachtet zum Teil starker Kursschwankungen – per saldo etwas aufgewertet. Allerdings gab auch der Euro-Yen-Kurs in den ersten Wochen des Jahres in einem von erhöhter kurzfristiger Wechselkursvolatilität und sinkender Zinsdifferenz zwischen Euro- und Yen-Anlagen geprägten Umfeld zunächst merklich auf etwa 114 Yen pro Euro nach. In der Folgezeit konnte der Euro diese Wertverluste jedoch mehr als ausgleichen, als sich die realwirtschaftlichen Auswirkungen der internationalen Finanzmarktkrise in einem drastischen Wachstumseinbruch der japanischen Volkswirtschaft zeigten, und der deutliche Rückgang des Welthandels auf anhaltende erhebliche Belastungen für die japanische Handelsbilanz hinwies. Bei Abschluss des Berichts lag der Euro mit 129 Yen 2 ½ %

über seinem Niveau zu Beginn des Jahres, aber etwa 24 % unter dem Wert von Mitte Juli 2008.

Nach dem Erreichen eines historischen Höchststandes Ende 2008 gab der Euro gegenüber dem Pfund Sterling zu Beginn des neuen Jahres einen Teil seiner Kursgewinne wieder ab. Danach bewegte er sich unter starken Kursschwankungen überwiegend in einem Band um 0,90 Pfund Sterling. Negative Nachrichten aus dem Vereinigten Königreich über die Krise im britischen Bankensektor oder deutlicher zutage tretende Konjunktursorgen hatten ebenso nur vorübergehend Auswirkungen auf das Währungsverhältnis wie die Ankäufe von Staatsanleihen durch die Bank von England. Offenbar hat der weitgehend parallel verlaufende Rückgang der Kurzfristzinsen im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum stärkere Verschiebungen im Währungsgefüge zwischen Euro und Pfund Sterling verhindert. Zum Ende der Berichtsperiode lag der Euro bei etwa 0,88 Pfund Sterling je Euro; seit Jahresbeginn bedeutet dies eine Kurseinbuße von knapp 7 ½ %.

... und gegenüber dem Pfund Sterling

Im Durchschnitt gegenüber den im Index des effektiven Wechselkurses enthaltenen 21 Währungen hat der Euro seit Jahresbeginn per saldo etwas an Wert verloren. Dabei wurden die Kursverluste gegenüber US-Dollar, Pfund Sterling und einigen Rohstoffwährungen durch Kursgewinne gegenüber japanischem Yen und mittel- und osteuropäischen Währungen gedämpft. Bei letzteren könnte sich ein Rückzug internationaler Investoren aus Schwellenländern auf der Suche nach sicheren und liquiden Anlagen ausgewirkt haben. Im Zuge

Effektiver Wechselkurs des Euro

einer Devisenmarktintervention der Schweizerischen Nationalbank hat sich der Euro auch gegenüber dem Schweizer Franken etwas aufgewertet. Der effektive Wechselkurs des Euro notierte zuletzt alles in allem 2 ½ % unter seinem Niveau vom Jahresanfang und etwa 9 % über dem Stand vom Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und wichtigen Handelspartnern – lag er damit deutlich über seinem längerfristigen Durchschnitt. Aufgrund der moderaten Preis- und Kostenentwicklung der letzten Jahre ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft jedoch günstiger einzuschätzen.

### Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

*Kapitalmarkt-  
zinsen  
gestiegen*

Die langfristigen Umlaufrenditen von Staatsanleihen der großen Industrieländer sind seit Jahresbeginn im Ergebnis moderat gestiegen. Die BIP-gewichtete durchschnittliche Rendite von Schuldverschreibungen der EWU-Teilnehmerstaaten mit zehnjähriger Laufzeit zog trotz einer sich verschärfenden rezessiven Wirtschaftsentwicklung und sinkender Leitzinsen gegenüber Jahresende 2008 um einen viertel Prozentpunkt auf knapp 4 % an. Entsprechende Titel aus den USA und Japan rentierten im Niveau zwar niedriger, zeigten aber einen vergleichsweise stärkeren Anstieg. Dieser betrug in den USA fast einen Prozentpunkt, trotz des Ankaufprogramms von Treasuries der Federal Reserve, das nur kurzfristig

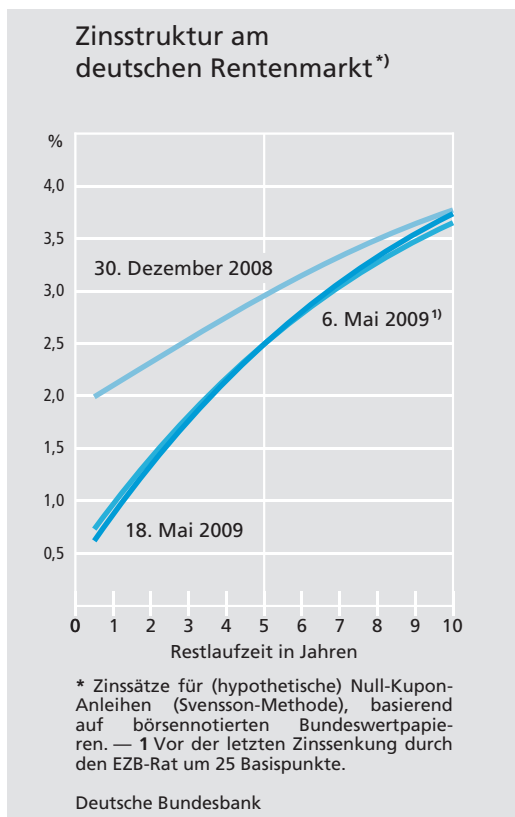
zu einem – allerdings deutlichen – Rendite-rutsch geführt hat.

Ursächlich für die steigenden Renditen waren sowohl der erhöhte Mittelbedarf der Regierungen angesichts umfangreicher Finanzmarktstabilisierungspakete und realwirtschaftlicher Stützungsmaßnahmen als auch die Entspannung an den Aktienmärkten, die zu einem Rückfluss der „Safe-haven-flows“ führte. Infolgedessen stiegen auch die Terminprämien zehnjähriger Bundesanleihen im ersten Quartal 2009 wieder an.<sup>1)</sup> Sie waren durch die vermehrte Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten im vergangenen Jahr noch deutlich zurückgegangen. Die Hoffnung auf eine in ruhigeres Fahrwasser gelangende Kapitalmarktzinsentwicklung zeigte sich am Rückgang der impliziten Volatilität aus Optionen auf Terminkontrakte auf langlaufende Staatsanleihen. Nichtsdestotrotz weist dieser weiterhin deutlich über dem langjährigen Durchschnittswert liegende Unsicherheitsindikator auf nach wie vor bestehende Befürchtungen der Marktteilnehmer von (negativen) Überraschungen hin.

Zugleich ist die Zinsstrukturkurve im Berichtszeitraum steiler geworden. Stellt man auf Bundeswertpapiere ab, so ist die Differenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen Renditen auf knapp 2 ½ Prozentpunkte angewachsen. Gingen die kürzerfristigen Zinsen seit Jahresbeginn im Einklang mit den – teils bereits zuvor eingepreisten – Leitzinssenkungen des Euro-

*Steile deutsche  
Zinsstruktur*

<sup>1)</sup> Zur Schätzung von Terminprämien siehe: Deutsche Bundesbank, Bestimmungsgründe der Zinsstruktur – Ansätze zur Kombination arbitragefreier Modelle und monetärer Makroökonomik, Monatsbericht, April 2006, S. 15–29.



systems zurück, rentierten längerlaufende Papiere – wie erwähnt – etwas höher. Dabei fiel der Renditeanstieg bei Bundesanleihen im Ergebnis stärker aus als bei den Anleihen anderer EWU-Länder, sodass sich die Renditeunterschiede innerhalb des Euro-Raums von den – in einem Umfeld ausgeprägter Verunsicherung stark ausgeweiteten – Niveaus zu Jahresbeginn etwas verringerten.

*Finanzierungsbedingungen für Unternehmen stabilisiert*

Im Gefolge der leichten Erholungstendenzen an den Finanzmärkten sanken die Spreads für europäische Industrianleihen der niedrigsten „Investment Grade“-Ratingklasse BBB im Vergleich zu Staatsanleihen seit Jahresbeginn um etwa 160 Basispunkte. Auch das absolute Renditeniveau hat sich in diesem Segment nach dem kräftigen Anstieg im Herbst 2008 wieder ermäßigt. Nachgebende Kreditrisiko-

prämien, wie sie der iTraxx-Europe-Index abbildet, haben hierzu beigetragen.

Bemerkenswert ist allerdings mit Blick auf die Anzeichen für eine nachhaltige Entspannung an den Finanzmärkten, dass die Erholungstendenzen bei den Wirtschaftsunternehmen im klassischen Sinn keine Entsprechung im Bereich der Nichtbanken, die eigentlich dem Finanzsektor zuzurechnen sind, erkennen lassen. Für finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne Banken) lagen die Zinsaufschläge zuletzt erneut auf dem zum Jahresanfang bestehenden hohen Niveau, nachdem sie sich im März vorübergehend nochmals deutlich ausgeweitet hatten. Dies deutet darauf hin, dass die prinzipielle Risikoeinschätzung für finanzmarktnahe Akteure weiterhin fragil bleibt.

Am deutschen Rentenmarkt wurden im ersten Quartal 2009 inländische Schuldverschreibungen im Wert von 463 Mrd € brutto emittiert. Dieser – im Vorquartalsvergleich nur wenig niedrigere Wert – wurde jedoch durch Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen der Emittenten überkompensiert, sodass im Ergebnis Anleihen in Höhe von 4 ½ Mrd € aus dem Markt genommen wurden. Dagegen wurden im Berichtszeitraum ausländische Schuldverschreibungen für 6 Mrd € in Deutschland abgesetzt, während im letzten Jahresviertel 2008 noch ausländische Anleihen in beträchtlicher Höhe abgegeben wurden (47 Mrd €). Insgesamt erhöhte sich somit der Umlauf in- und ausländischer Schuldverschreibungen in Deutschland um 1 ½ Mrd €.

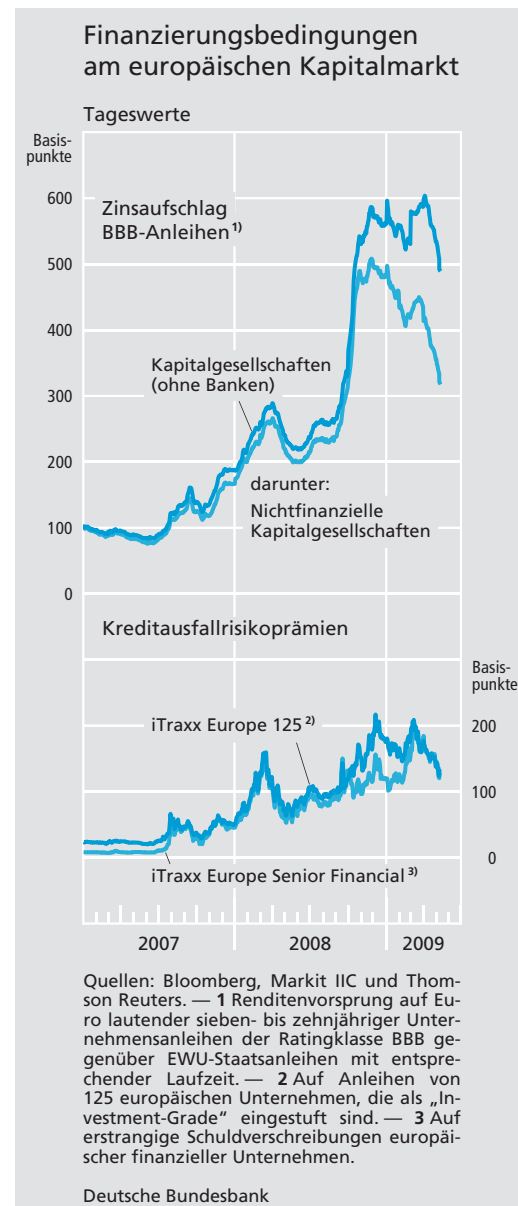
*Nettotilgungen am Rentenmarkt*

*Hohe Mittel-  
aufnahme des  
Bundes*

Die öffentliche Hand nahm im Anfangs-  
quartal 2009 den Kapitalmarkt mit (netto) 32 Mrd €  
in erheblichem Ausmaß in Anspruch. Davon  
entfielen 26 Mrd € auf den Bund, also etwa  
dreimal so viel wie im Herbst des letz-  
ten Jahres (8 ½ Mrd €). Besonders auffällig  
waren die Rekordemissionen an unverzins-  
lichen Schatzanweisungen (Bubills) in Höhe  
von 24 Mrd €, deren Laufzeitspektrum von  
ehemals sechs Monaten auf zusätzlich drei,  
neun und 12 Monate erweitert wurde. Außer-  
dem setzte der Bund im ersten Quartal 2009  
per saldo Bundesobligationen (5 Mrd €) und  
30jährige Bundesanleihen ab (1 ½ Mrd €). Da-  
gegen tilgte er netto zehnjährige Bundes-  
anleihen und zweijährige Schatzanweisungen  
(3 ½ Mrd € beziehungsweise 1 Mrd €). Die  
weit überdurchschnittliche Mittelaufnahme im  
kurzen Laufzeitspektrum diente im Wesent-  
lichen der Finanzierung des Sonderfonds  
Finanzmarktstabilisierung – Finanzmarktstabi-  
lisierungsanstalt (SoFFin). Auch die Länder  
weiteten unter dem Eindruck zunehmender  
Haushaltsbelastungen ihre Kapitalmarktver-  
schuldung aus (6 Mrd €).

*Emissionen von  
Nichtbanken*

Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne Ban-  
ken) und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaf-  
ten begaben von Januar bis März 2009  
Schuldverschreibungen für 6 ½ Mrd € netto  
und damit deutlich weniger als im Vorquartal  
(44 Mrd €). Ähnlich wie schon zum Jahres-  
ende 2008 ist ein großer Teil dieser Papiere  
auf Verbriefungen von Zweckgesellschaften  
zurückzuführen, denen Bankkredite zugrunde  
liegen und die vom Bankensektor absorbiert  
wurden. Insgesamt verlängerte sich die Fris-  
tigkeitsstruktur von Unternehmensanleihen,  
da wie im Vorquartal netto überwiegend län-



ger laufende Wertpapiere begeben wurden  
(19 ½ Mrd €), während Commercial Paper per  
saldo getilgt wurden.

Vor dem Hintergrund des schwierigen Markt-  
umfelds und zeitweilig außerordentlich hoher  
Renditeaufschläge im Vergleich zu Staats-  
anleihen haben die Kreditinstitute ihre Kapi-  
talmarktverschuldung nochmals erheblich re-  
duziert (42 ½ Mrd €), nachdem sie im vor-

*Erhebliche  
Nettotilgungen  
der Kredit-  
institute*

**Mittelanlage an den deutschen  
Wertpapiermärkten**

Mrd €

Position	2008		2009
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	9,2	7,7	- 1,2
Kreditinstitute	19,8	10,5	10,1
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	14,5	- 46,9	- 25,5
Nichtbanken	- 10,6	- 2,9	- 11,3
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 27,7	- 3,0	- 42,8
Ausländer	34,6	- 38,2	2,8
<b>Aktien</b>			
Inländer	4,4	- 16,3	14,9
Kreditinstitute	0,9	- 12,3	- 5,1
darunter:			
inländische Aktien	9,0	- 7,8	- 3,6
Nichtbanken	3,5	- 4,0	20,0
darunter:			
inländische Aktien	3,3	8,7	16,0
Ausländer	- 11,2	2,4	- 4,1
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	- 4,0	0,3	5,9
Anlage in Publikumsfonds	- 1,4	- 11,3	1,8
darunter: Aktienfonds	- 3,4	0,5	0,7

Deutsche Bundesbank

hergehenden Dreimonatsabschnitt bereits in gleichem Umfang Anleihen getilgt hatten. Dabei nahmen sie vorrangig Öffentliche Pfandbriefe (34 ½ Mrd €) und – trotz erneuter Brutto-Emissionen in Rekordhöhe – sonstige Bankschuldverschreibungen (19 Mrd €) zurück. Deren Rückgang wäre ohne die mit staatlicher Garantie ausgegebenen handelbaren Anleihen sogar um 19 Mrd € höher ausgefallen.<sup>2)</sup> Spezialkreditinstitute, zu denen die öffentlichen Förderbanken gehören, begeben Anleihen für netto 12 Mrd €. Dagegen reduzierte sich der Umlauf an Hypothekenspfandbriefen um 1 Mrd €.

Erworben wurden deutsche Schuldverschreibungen im Wesentlichen von heimischen Kreditinstituten. Diese engagierten sich im ersten Quartal per saldo mit 10 Mrd € in Schuldver-

schreibungen; sie substituierten dabei ausländische (- 25 ½ Mrd) durch inländische (35 ½ Mrd €) Papiere. Von letzteren erwarben sie insbesondere Schuldverschreibungen anderer Banken (18 Mrd €) sowie Unternehmensanleihen (12 ½ Mrd €), davon größtenteils von finanziellen Zweckgesellschaften verbriefte Titel, die auf von Banken ausgelagerten Kreditportefeuilles beruhen. Ausländer kauften für netto 3 Mrd € inländische Papiere. Dabei schichteten sie Titel privater Emittenten (- 25 ½ Mrd €) zugunsten öffentlicher Anleihen um (28 Mrd €). Die heimischen Nichtbanken gaben in- und ausländische Schuldverschreibungen im Wert von 11 ½ Mrd € ab.

Die internationalen Aktienmärkte standen im Berichtszeitraum im Spannungsfeld zwischen der Besorgnis über die Verfassung des Finanzsektors und der Realwirtschaft einerseits und der Hoffnung auf die stabilisierende Wirkung staatlicher Rettungsmaßnahmen und Leitzinssenkungen andererseits. Die Anspannung in bestimmten Finanzmarktsegmenten und die rezessionsbedingt rückläufigen Gewinnerwartungen drückten die Notierungen auf beiden Seiten des Atlantiks bis Mitte März auf rund 80 % ihres Niveaus von Ende 2008. Verantwortlich hierfür waren in erster Linie Banken- und Versicherungswerte, die vor dem Hintergrund hoher Verlustmeldungen in den Frühjahresmonaten zunächst bis zu 40 % ihres Wertes einbüßten. Zugleich stieg die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung, gemessen anhand der impliziten Volatilität von Aktienoptionen, im Januar und Februar

*Erholungstendenzen an den internationalen Aktienmärkten*

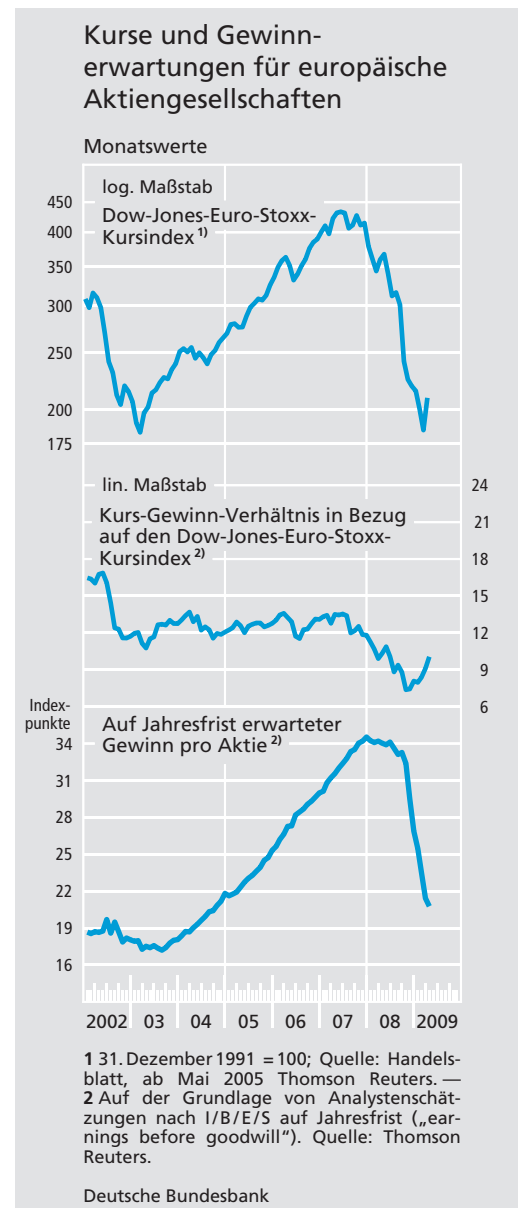
*Erwerb von Schuldverschreibungen*

<sup>2</sup> Siehe hierzu die Auflistung des SoFFin vom 29. März 2009 unter: [http://www.soffin.de/leistungen\\_garantien.php?sub=3](http://www.soffin.de/leistungen_garantien.php?sub=3).

weiter an. Mit der Ankündigung des Geithner-Plans zur Entlastung der US-Banken von toxischen Wertpapieren („Public Private Investment Partnership“) kam es in der zweiten Märzhälfte jedoch zu einer gewissen Beruhigung und einer spürbaren Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten, zunächst vor allem bei Banktiteln. Maßgeblich bestimmt von der Entwicklung der Bank- und Versicherungswerte machte sowohl der Dow Jones Euro Stoxx als auch der S&P 500 die bis dahin verzeichneten Kursverluste weitgehend wieder wett. Allein die Finanzwerte legten gegenüber ihrem Tiefstand im März in der EWU gut 70 % und in den USA gut 80 % zu. Zu diesem Stimmungsumschwung dürften auch positive Gewinnmeldungen einzelner Finanzinstitute für das erste Quartal 2009 beigetragen haben.

*Gewinn-  
aussichten auf  
Jahresfrist  
weiter  
eingetrübt*

Insgesamt gesehen haben sich die Gewinnperspektiven europäischer Unternehmen für die nächsten 12 Monate Analystenumfragen zufolge bis Ende April allerdings weiter ver düstert. Beide Entwicklungen – der Kursschub und die Gewinnrevisionen nach unten – trugen dazu bei, dass sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis des markt breiten Dow-Jones-Euro-Stoxx-Index deutlich von 8,1 zu Jahresbeginn auf zuletzt 10,1 erhöhte. Im Unterschied zu den kurzfristigen Gewinnaussichten haben die Analysten ihre Erwartungen für das mittel- bis längerfristigen Gewinnwachstum jedoch um gut einen Prozentpunkt auf zuletzt 5,5 % nach oben revidiert. Besonders stark – nämlich um drei Prozentpunkte auf 7,9 % – wurde der entsprechende Wert für Unternehmen der Finanzbranche angehoben. Dies ist



eine Rate, die für Finanzwerte zuletzt im September 2008 erwartet worden war.

Die implizit geforderte Risikoprämie auf Aktienanlagen – die sich beispielsweise mit einem Dividendenbarwertmodell errechnen lässt – ist im Zuge des Kursanstiegs der letzten Wochen deutlich gesunken. Die darin zum Ausdruck kommende leichte Zuversicht dürfte ihren Grund primär in einem etwas ge-

*Verringerte  
Risikoprämien  
auf Aktien-  
anlagen*



**Wichtige Posten der Zahlungsbilanz**

Mrd €

Position	2008		2009
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 49,6	+ 37,2	+ 19,3
Außenhandel 1) 3)	+ 51,2	+ 33,8	+ 26,9
Dienstleistungen 1)	- 0,9	- 0,9	- 4,2
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 14,8	+ 14,8	+ 12,8
Laufende Übertragungen 1)	- 12,2	- 6,8	- 13,1
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,5	- 0,6	+ 0,0
III. Kapitalbilanz 1)			
(Netto-Kapitalexport: -)	- 60,6	- 47,5	- 1,8
1. Direktinvestitionen	- 37,3	- 18,2	- 11,8
Deutsche Anlagen im Ausland	- 43,1	- 22,5	- 13,7
Ausländische Anlagen im Inland	+ 5,8	+ 4,3	+ 2,0
2. Wertpapiere	- 10,8	+ 36,4	- 9,5
Deutsche Anlagen im Ausland	- 32,4	+ 74,4	- 5,0
Aktien	+ 12,0	+ 14,0	+ 0,6
Investmentzertifikate	- 12,7	+ 13,6	+ 0,4
Schuldverschreibungen	- 31,6	+ 46,8	- 6,0
Anleihen 5)	- 23,3	+ 20,7	- 11,5
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 5,9	+ 13,6	- 15,4
Geldmarktpapiere	- 8,4	+ 26,1	+ 5,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 21,5	- 38,0	- 4,5
Aktien	- 11,5	+ 2,9	- 7,7
Investmentzertifikate	- 1,5	- 2,7	+ 0,4
Schuldverschreibungen	+ 34,6	- 38,2	+ 2,8
Anleihen 5)	+ 17,2	- 45,3	- 15,5
darunter: öffent- liche Anleihen	- 1,0	- 7,4	+ 8,8
Geldmarktpapiere	+ 17,4	+ 7,1	+ 18,3
3. Finanzderivate 6)	- 19,6	+ 10,2	+ 2,9
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	+ 8,2	- 74,3	+ 16,3
Monetäre Finanz- institute 8)	+ 18,2	- 87,5	+ 83,7
darunter: kurzfristig	+ 46,4	- 73,1	+ 87,3
Unternehmen und Privat- personen	- 9,4	+ 34,1	- 25,6
darunter: kurzfristig	- 14,2	+ 27,5	- 22,4
Staat	+ 6,2	- 8,9	+ 16,7
darunter: kurzfristig	+ 7,4	- 9,2	+ 17,5
Bundesbank	- 6,8	- 12,0	- 58,5
5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) 9)	- 1,2	- 1,6	+ 0,3
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 10,5	+ 11,0	- 17,5

1 Saldo. — 2 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — 3 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). — 4 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — 5 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. — 6 Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — 7 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. — 8 Ohne Bundesbank. — 9 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

stiegenen „Risikoappetit“ der Marktteilnehmer bei rückläufiger Kursunsicherheit und zum Teil verbesserten Stimmungskennzeichen für die Realwirtschaft haben. Sie zeigt sich auch in rückläufigen Risikoprämien an den Märkten für Kreditderivate (CDS). Gleichwohl liegen diese „Krisenindikatoren“ immer noch deutlich über ihren Werten vom Herbst 2008.

Mit der leicht abnehmenden Unsicherheit an den Aktienmärkten hat sich die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt im ersten Quartal 2009 belebt. Mit 8 ½ Mrd € begaben inländische Unternehmen in stärkerem Umfang neue Aktien als im vorangegangenen Vierteljahr 3 ½ Mrd €. Darunter entfielen gut 5 Mrd € auf börsennotierte Dividentitel. Ausschlaggebend waren – zum Teil staatlich unterstützte – Kapitalerhöhungen bei Finanz- und Automobilunternehmen. Wie in den letzten drei Monaten des Jahres 2008 wurden deutsche Aktien auch im Berichtszeitraum per saldo ausschließlich von gebietsansässigen Nichtbanken erworben 16 Mrd €. Gebietsfremde Anleger und heimische Kreditinstitute reduzierten hingegen ihre Bestände an inländischen Aktien um 4 Mrd € beziehungsweise 3 ½ Mrd €. Der Umlauf ausländischer Dividentenpapiere am deutschen Markt erhöhte sich im Ergebnis leicht um 2 ½ Mrd €. In diesen Titeln engagierten sich im Ergebnis ebenfalls nur hiesige Nichtbanken (4 Mrd €), während sich Kreditinstitute in Höhe von 1 ½ Mrd € von ausländischen Aktien trennten.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss im Umfang von 7 ½ Mrd €, nachdem im Quartal zuvor noch 11 Mrd € abgezogen

*Mittelaufnahme  
am Aktienmarkt  
und Aktien-  
erwerb*

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

worden waren. Dabei setzten Publikumsfonds von Januar bis März 2009 Anteilscheine in Höhe von 2 Mrd € ab, während die institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds ein Mittelaufkommen von 6 Mrd € erzielten. Unter den Publikumsfonds konnten vor allem Offene Immobilienfonds und Rentenfonds eigene Anteile unterbringen jeweils 1 Mrd €; in geringerem Umfang gelang dies auch Aktienfonds ½ Mrd €. Vor dem Hintergrund der stark gesunkenen Kurzfristzinsen sahen sich Geldmarktfonds dagegen erneut Mittelabzügen ausgesetzt (1½ Mrd €). Der Anteilsbestand in den übrigen Fondskategorien veränderte sich im ersten Quartal im Ergebnis kaum. Die am deutschen Markt vertriebenen Fonds ausländischer Gesellschaften mussten indes per saldo Anteilscheine für ½ Mrd € zurücknehmen. In- und ausländische Fondsanteile wurden weit überwiegend von gebietsansässigen Nichtbanken und nur zu einem geringen Teil von ausländischen Investoren erworben 18 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €. Dies deutet darauf hin, dass die Nichtbanken ihre zuvor im Zuge der Finanzkrise in staatlich abgesicherte Bankeinlagen und öffentliche Anleihen umgeschichteten Gelder wieder verstärkt in Investmentzertifikate investierten. Hingegen trennten sich die heimischen Kreditinstitute per saldo von Fondsanteilen in Höhe von 11 Mrd €.

### Direktinvestitionen

Fasst man die grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen zusammen, so ergaben

sich in den Monaten Januar bis März 2009 Netto-Kapitalexporte in Höhe von 9½ Mrd €, nach Kapitalimporten von 36½ Mrd € im Dreimonatsabschnitt davor. Auch im Bereich der Direktinvestitionen flossen seit Jahresbeginn Mittel ins Ausland ab. Diese beliefen sich auf 12 Mrd €, verglichen mit 18 Mrd € im Schlussquartal von 2008.

Ausschlaggebend war, dass inländische Eigentümer ihren Niederlassungen im Ausland Finanzmittel in Höhe von 13½ Mrd € zur Verfügung stellten. Dabei erhöhten sie in erster Linie ihr Beteiligungskapital im Ausland (19½ Mrd €), wobei hier die Finanzbranche an erster Stelle zu nennen ist (11½ Mrd €). Bedeutende Zielländer waren Luxemburg (10 Mrd €) und das Vereinigte Königreich (3½ Mrd €). Zu weiteren Kapitalabflüssen kam es im Rahmen von reinvestierten Gewinnen (6½ Mrd €). Umgekehrt flossen deutschen Firmen Gelder über konzerninterne Kreditbeziehungen zu (12½ Mrd €). Diese stammten überwiegend von Finanzierungstöchtern in den Niederlanden, welche die Mittel am Kapitalmarkt aufgenommen hatten.

Ausländische Firmen versorgten ihre hiesigen Niederlassungen lediglich in geringem Umfang mit zusätzlichen Finanzmitteln (2 Mrd €). Während sie ihnen durch die Zuführung von Beteiligungskapital und durch reinvestierten Gewinne 7 Mrd € zukommen ließen, zogen sie gleichzeitig 5 Mrd € im Kreditverkehr ab – insbesondere durch die Rückführung zuvor gewährter Finanz- und Handelskredite.

*Deutsche  
Direkt-  
investitionen  
im Ausland*

*Ausländische  
Direkt-  
investitionen in  
Deutschland*

## Zum „Bad Bank“-Modell der Bundesregierung

### Weiterer Baustein der staatlichen Finanzmarktstabilisierung

Die schwere Finanzmarktkrise und die daraus resultierende hohe Unsicherheit drohen weiterhin die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu belasten. Das im Oktober 2008 verabschiedete Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)<sup>1)</sup> hat durch die bisher durchgeführten Maßnahmen des Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin) einen unbestreitbar wichtigen Stabilisierungsbeitrag geleistet. Die Entwicklung der letzten Monate hat aber gezeigt, dass diese Maßnahmen nicht ausgereicht haben, um die Unsicherheit für das Finanzsystem und die Realwirtschaft zu beseitigen, die aus der Ungewissheit über die Werthaltigkeit von Problemaktiva insbesondere in den Bankbilanzen resultiert. Daher hat die Bundesregierung am 13. Mai 2009 nicht zuletzt wegen der Erfahrungen mit früheren Finanzkrisen, die zeigen, dass eine „Entgiftung“ von Bilanzen eine wichtige Voraussetzung für die Rückkehr des Vertrauens in den Finanzsektor ist, den Gesetzentwurf zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung beschlossen, der im Kern eine Bereinigung der Bilanzen durch Auslagerung hoch abschreibungsgefährdeter Finanzaktiva auf Zweckgesellschaften („Bad Banks“) vorsieht. Das Gesetzesvorhaben befindet sich nunmehr im parlamentarischen Prozess.

### Ziele und wichtige Kriterien

Das grundlegende Ziel des staatlichen Handelns ist die Stabilisierung des Bankensystems und des Finanzmarktes. Dabei sollten wie bei jeder staatlichen Unterstützung aber auch ordnungspolitische Grundprinzipien beachtet und nicht zuletzt das finanzielle Risiko für die Allgemeinheit möglichst weitgehend begrenzt werden. Daraus ergeben sich wichtige Kriterien für die Ausgestaltung einer „Bad Bank“-Lösung:

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2008, S. 32–33 bezüglich der Darstellung der Inhalte des FMStG in seiner Fassung vom 17. Oktober 2008. — 2 Im Folgenden wird das „Bad Bank“-Modell in seinen Grundzügen gemäß dem Regierungsentwurf grob skizziert. Die Ausgestaltung ist teilweise noch zu konkretisieren, und weitere Veränderungen und Anpassungen sind im gesetzgeberischen Prozess möglich. Parallel zum hier vorgestellten Modell arbeitet die Bundesregierung an einem umfassenderen Modul zur Übertragung weiterer Risikopositionen und Geschäftsfelder. — 3 Hierzu gehören insbesondere weitreichende Offenlegungspflichten bezüglich der wertgeminderten

### *Entlastung der Bilanzen und Rückkehr des Vertrauens in Unternehmen des Finanzsektors*

Für die Finanzmarktstabilität bedeutsame Unternehmen des Finanzsektors sollten von hoher Unsicherheit und Risiken befreit werden, indem der wirksame bilanzielle Abgang der Risikopapiere aus den Bankbilanzen gewährleistet wird. Neue Eigen- und Fremdkapitalgeber sollten von Risiken aus Wertänderungen der problembehafteten Wertpapiere abgeschirmt werden.

### *Gewährleistung einer möglichst verursachergerechten Verlustverteilung: Entlastung der Unternehmen, aber nicht der Risikokapitalgeber*

Eigen- und Risikokapitalgeber tragen in der Marktwirtschaft das Risiko aus unternehmerischer Tätigkeit und profitieren von den Chancen. Dem steht gegenüber, dass insbesondere systemrelevante Unternehmen durch den Staat im Fall einer existenziellen Gefahr abzuschirmen sind, um die Stabilität des Finanzsystems im öffentlichen Interesse zu erhalten. Dies gilt aber nicht für die Vermögensposition der Anteilseigner, die Risikokapital zur Verfügung gestellt haben.

### *Nachrangigkeit der Haftung des Staates und weitgehende Schonung der Staatsfinanzen*

Aufgabe des Staates ist es, in einer Krise die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems zu gewährleisten. Er sollte dabei aber soweit möglich nachrangig zu den Risikokapitalgebern haften. Die Chancen und Risiken aus den eingegangenen Geschäften der Unternehmen sollten daher – wie dies im Übrigen auch bei Nichtnutzung des „Bad Bank“-Modells der Fall ist – so weit möglich bei den Alt-eigentümern verbleiben.

### *Risikoübernahme nur bei tragfähigem Geschäftskonzept und ausreichender Kapitalausstattung*

Von der Risikoübernahme begünstigte Unternehmen des Finanzsektors sollten sowohl ein tragfähiges Geschäfts-

Aktiva und die Gewährleistung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung, einer soliden Geschäftspolitik und eines soliden Geschäftsmodells. Ferner müssen die übertragenden Unternehmen bezüglich der Gestaltung ihrer Vergütungssysteme dieselben Auflagen wie beim Rekapitalisierungsinstrument erfüllen. — 4 Stichtag nicht vor dem 31. März 2009; andernfalls gilt der nach den geltenden Vorschriften für den Jahresabschluss ermittelte Buchwert zum 31. März 2009. — 5 Laut EU-Kommission handelt es sich bei dem tatsächlichen wirtschaftlichen Wert um den Übernahmewert, der den zugrunde liegenden langfristigen wirtschaftlichen Wert der Vermögenswerte widerspiegelt und hier-

konzept als auch aktuell und perspektivisch eine ausreichende Kapitalausstattung aufweisen. Ziel ist nicht der Ausgleich aus heutiger Sicht zu erwartender Verluste durch den Staat oder der Erhalt nicht profitabler Institute oder Geschäftsbereiche, sondern die Beseitigung krisenverschärfender Unsicherheit im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung der fundamentalen Werthaltigkeit illiquider, komplexer Bankaktiva.

#### *Bewertungsproblematik möglichst ohne Auswirkung auf Verlustverteilung*

Die verlässliche Feststellung des tatsächlichen wirtschaftlichen Wertes der problembehafteten Wertpapiere dürfte derzeit nur sehr begrenzt möglich sein. Die Entscheidung über umfangreiche finanzielle Risiken für den Staat wird gleichwohl auf (sachverständige) Dritte verlagert werden müssen. Vor diesem Hintergrund sollten die Folgen von Fehlbewertungen hinsichtlich der endgültigen Verlustverteilung auf Staat und Eigenkapitalgeber möglichst begrenzt werden.

#### *Das „Bad Bank“-Modell in seinen Grundzügen<sup>2)</sup>*

##### *Freiwillige Teilnahmemöglichkeit vor allem systemrelevanter Institute*

Über die Zulassung zur Teilnahme am staatlichen „Bad Bank“-Modell entscheidet die Finanzmarktstabilisierungsanstalt auf Antrag des jeweiligen Unternehmens unter besonderer Berücksichtigung seiner Systemrelevanz, der Dringlichkeit und des Grundsatzes der Wirtschaftlichkeit und Effektivität der eingesetzten Mittel. Der Kreis der Antragsberechtigten ist im Vergleich zu den anderen Stabilisierungsinstrumenten nach FMStG enger gefasst und umfasst nur Kreditinstitute, Finanzholding-Gesellschaften oder deren Tochterunternehmen (nachstehend: übertragende Unternehmen), die ihren Sitz bereits zum 31. Dezember 2008 im Inland hatten. Eine Teilnahme ist nur innerhalb einer Frist von sechs Monaten

bei die zugrunde liegenden Cashflows sowie die längerfristigen Ausichten berücksichtigt. Vgl.: EU-Kommission, Mitteilung der Kommission über die Behandlung wertgeminderter Aktiva im Bankensektor der Gemeinschaft vom 25. Februar 2009. — **6** Einschl. damit verbundener Absicherungsgeschäfte. Beispiele hierfür sind Asset Backed Securities (ABS), Residential oder Commercial Mortgage Backed Securities (RMBS, CMBS) oder Collateralized Debt Obligations (CDO). — **7** Die Höhe des Abschlags wird vom SoFFin im Einzelfall festgelegt. — **8** Der gleichbleibende Anteil errechnet sich als der Unterschiedsbetrag (reduzierter Buchwert abzüglich Fundamentalwert) dividiert durch die An-

nach Verkündung des Fortentwicklungsgesetzes und unter Erfüllung diverser Voraussetzungen<sup>3)</sup> möglich. Ein Rechtsanspruch zur Teilnahme besteht nicht; allerdings können Unternehmen auch nicht zur Teilnahme verpflichtet werden.

#### *Auslagerung problembehafteter Finanzaktiva auf eine Zweckgesellschaft zum reduzierten Buchwert*

Zur Auslagerung wertgeminderter finanzieller Aktiva wird eine Zweckgesellschaft (ZwG) gegründet, die keine Banklizenz benötigt. Die problembehafteten Finanzaktiva werden dann zum sogenannten reduzierten Buchwert auf die ZwG übertragen. Dieser beträgt entweder 90 % des Buchwerts des letzten geprüften Jahresabschlusses<sup>4)</sup> oder entspricht, falls dieser Wert höher ist, dem tatsächlichen wirtschaftlichen Wert<sup>5)</sup>. Letzterer ist vom übertragenden Unternehmen zu ermitteln, und diese Bewertung ist durch einen vom SoFFin benannten sachverständigen Dritten zu prüfen sowie durch die Bankenaufsicht zu bestätigen. Der pauschale Abschlag auf den Buchwert darf nur in der Höhe vorgenommen werden, in der das übertragende Unternehmen eine Kernkapitalquote von mindestens 7 % einhalten kann.

Der Kreis der auf die ZwG zu übertragenden wertgeminderten finanziellen Aktiva erstreckt sich auf sogenannte strukturierte Wertpapiere.<sup>6)</sup> Nicht mit einbezogen sind beispielsweise einfache Buchkredite. Überdies dürfen nur wertgeminderte Finanzaktiva durch die ZwG übernommen werden, die vor dem 31. Dezember 2008 vom übertragenden Unternehmen erworben wurden.

#### *Finanzierung durch staatsgarantierte Schuldverschreibungen der Zweckgesellschaft*

Finanziert wird die Übertragung der wertgeminderten Finanzaktiva zum reduzierten Buchwert durch die Ausgabe verzinslicher Schuldverschreibungen der ZwG an das übertragende Unternehmen in gleicher Höhe. Die von der ZwG emittierten Schuldverschreibungen werden

zahl der vollen Jahre der Laufzeit der Garantie. Aufgrund der Höchstlaufzeit der Ausgleichszahlungsverpflichtung von 20 Jahren entspricht der jährliche Anteil mindestens einem Zwanzigstel des Unterschiedsbetrages. — **9** Nach der ursprünglichen Systematik des Gesetzes war vorgesehen, die problembehafteten Aktiva zum Buchwert an die Zweckgesellschaft zu übertragen und eine zeitlich gestreckte Ausgleichszahlung in Höhe der Differenz zwischen dem Buchwert und dem Fundamentalwert einzufordern. Der jetzt im Gesetz vorgesehene, pauschal um 10 % reduzierte Buchwert führt im Fall der Übertragung von Aktiva auf eine ZwG zu einer sofort fälligen Abschreibung zulas-

## noch: Zum „Bad Bank“-Modell der Bundesregierung

vom SoFFin gegen Entrichtung einer marktgerechten Vergütung garantiert. Diese bemisst sich unter anderem nach einem institutsspezifischen Prozentsatz des Höchstbetrages der zur Verfügung gestellten Garantie zur Abdeckung des Ausfallrisikos und einer Marge. Die Laufzeit der Garantie darf die vertragliche Laufzeit des am längsten laufenden strukturierten Wertpapiers nicht übersteigen.

### *Bilanzentlastung des übertragenden Unternehmens*

Aus Sicht des übertragenden Unternehmens findet eine wirksame Bilanzentlastung durch den Tausch wertgeminderter, risikobehafteter Finanzaktiva gegen sichere, vom SoFFin garantierte und verzinsliche Anleihen statt. Diese können einerseits zu Refinanzierungszwecken beim Eurosystem genutzt werden und andererseits aufgrund einer niedrigeren Risikogewichtung den Umfang der erforderlichen Eigenkapitalunterlegung reduzieren. Beide Faktoren dürften die Kreditvergabe stützen.

### *Abgeltung der Differenz zwischen reduziertem Buchwert und Fundamentalwert gestreckt über bis zu 20 Jahre, maximal bis zur Höhe des an die Anteilseigner auszuschüttenden Betrages*

Um zu gewährleisten, dass die ZwG aus heutiger Sicht nicht mit einem Verlust abschließt und somit die Garantieübernahme nicht zum Eintritt des Staates führt, ist die Zahlung eines zeitlich gestreckten Ausgleichsbetrages durch das übertragende Unternehmen vorgesehen. Zur Berechnung der Höhe der Ausgleichszahlung ist zunächst der sogenannte Fundamentalwert der Papiere zu bestimmen. Dieser berechnet sich als der tatsächliche wirtschaftliche Wert abzüglich eines Risikoabschlags.<sup>7)</sup> Die Differenz zwischen dem reduzierten Buchwert und dem Fundamentalwert bestimmt den erwarteten Verlust und somit die Höhe der Ausgleichszahlung, die jedoch zeitlich gestreckt für die Dauer der Laufzeit der Garantie, höchstens jedoch für 20 Jahre, vom übertragenden

ten des Eigenkapitals und damit auch zu einer Verringerung der Kreditunterlage des Instituts. Daneben ist weiterhin der vom SoFFin vorzunehmende zusätzliche Risikoabschlag bei Berechnung des Fundamentalwerts vorgegeben. Darüber hinaus würde eine verstärkte Unsicherheit bei den Instituten erzeugt, wenn die EU-Kommission nicht nur das Gesetz und den gesetzeskonformen Vollzug, sondern jeden Einzelfall nach beihilferechtlichen Kriterien prüfen würde. — **10** Dieser Stundung steht die sofortige Übertragung von verzinslichen Schuldverschreibungen über die gesamte Laufzeit in Höhe des redu-

zierten Buchwerts gegenüber. Folglich erhalten die übertragenden Unternehmen Zinszahlungen auf einen noch zu tilgenden Verlust in Höhe der Differenz zwischen reduziertem Buchwert und Fundamentalwert. Um diese Subvention zu verhindern, soll die Garantiegebühr diesen Zinsvorteil berücksichtigen. — **11** In diesem Fall sind die Verluste größer als die Differenz zwischen dem reduzierten Buchwert und dem Fundamentalwert. — **12** Sollten übertragende Unternehmen nicht in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft verfasst sein, muss der SoFFin eine entsprechende Nachhaftungspflicht in den

### *Übertragende Unternehmen sind von weiteren Risiken abgesichert*

Die übertragenden Unternehmen tragen somit nach der Abschreibung auf den reduzierten Buchwert keine weiteren Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren. Sie sind vor möglichen zusätzlichen Abschreibungen auf die wertgeminderten Aktiva und damit vor einer darin begründeten weiteren Verschlechterung ihrer Solvenz-situation geschützt.

### *Alteigentümer weiter an allen Chancen und zum guten Teil an Risiken beteiligt, Staat haftet erst nachrangig, neue Kapitalgeber sind von Risiken abgesichert*

Um sicherzustellen, dass der Staat allenfalls nachrangig für etwaige Verluste haftet und dass gleichzeitig die derzeitigen Risikokapitalgeber ordnungspolitisch angemessen (und wie im Falle der Nichtnutzung des „Bad Bank“-Modells) für Chancen und Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren möglichst weitgehend verantwortlich bleiben, ist sowohl eine „Nachhaftung“ als auch eine „Nachgewinnbeteiligung“ vorgesehen. Dies entschärft die Bepreisungsproblematik merklich, da mög-

che Fehleinschätzungen nur begrenzten Einfluss auf die letztendliche Gewinn- beziehungsweise Verlustverteilung haben.

Hinsichtlich der Verteilung potenzieller Gewinne ist vorgesehen, dass im Falle eines positiven Saldos zugunsten der ZwG nach vollständiger Verwertung der wertgeminderten Finanzaktiva die Gewinne der ZwG dem übertragenden Unternehmen zur Auskehrung an seine Anteilseigner überlassen werden. Folglich würde der SoFFin zwar durch die Garantiegebühr eine Entschädigung für das übernommene Verlustrisiko erhalten, er würde aber nicht an möglichen weiteren Gewinnen partizipieren.

Sollten die über die Laufzeit der Garantie gezahlten Ausgleichsbeträge nicht ausreichen, um Verluste gegenüber dem reduzierten Buchwert auszugleichen,<sup>11)</sup> sind die Anteilseigner des übertragenden Unternehmens nach Verwertung des betroffenen strukturierten Wertpapiers verpflichtet, diese im Rahmen einer Nachhaftung auch über die Laufzeit der Garantie hinaus – aus dem an sie auszuschüttenden Betrag (den Dividenden) – auszugleichen. Dieser zusätzliche Verlustausgleich kann auch durch Ausgabe von Aktien an den SoFFin erfolgen. Eine Verjährung der Ansprüche des SoFFin ist ausgeschlossen.<sup>12)</sup> Allerdings ist bei der derzeit vorgesehenen Ausgestaltung die Haftung der Risikokapitalgeber insofern spürbar eingeschränkt, als die endgültige Verwertung der strukturierten Papiere und damit auch die endgültige Verlustfeststellung teilweise weit in der Zukunft liegt und zwischenzeitlich ausgeschüttete Dividenden von der Haftung ausgenommen sind.<sup>13)</sup>

Um die übertragenden Unternehmen für neues Kapital attraktiv zu machen und letzteres von Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren abzuschirmen, ist die Emission von Vorzugsaktien (auch mit Stimmrechten) möglich.<sup>14)</sup> Diese haben im Gegensatz zu den übrigen Anteilseignern im Falle der Nachhaftung einen Vorzug vor den Ansprüchen des Fonds. Somit wird das übertragende

Unternehmen für neue Kapitalgeber attraktiv, da diese nicht durch unkalkulierbare Risiken aus problembehafteten Aktiva belastet werden (allerdings profitieren sie auch nicht von möglichen Gewinnen aus der Verwertung der problembehafteten Aktiva). Dabei sollte allerdings darauf geachtet werden, dass die Vorzugsaktionäre nur in dem Maße Anspruch auf verteilbare Gewinne haben wie es ihrem prozentualen Anteil am Grundkapital entspricht, um zu verhindern, dass hierdurch der Anspruch des Staates auf vorrangige Haftung des derzeit vorhandenen Eigenkapitals eingeschränkt wird.

Alles in allem profitiert der Staat somit nicht von möglichen Überschüssen aus der Verwertung der problembehafteten Wertpapiere und haftet gleichzeitig auch nur nachrangig nach den Risikokapitalgebern. Gleichwohl übernimmt er das Risiko, dass die künftigen Dividenden zur Deckung der Verluste (und die darauf im weiteren Verlauf entstehenden Zinslasten) nicht ausreichen.<sup>15)</sup> Nur hierin sollte der staatliche Stabilisierungsbeitrag bestehen. Die Übernahme dieses Risikos ist unvermeidlich, wenn der Staat die Insolvenz einer systemischen Bank abschließen will und Fremdkapitalgeber sowie künftige Eigenkapitalgeber von Risiken abgeschirmt werden sollen. Es ist gleichwohl sicherzustellen, dass die Haftung der Alteigentümer nicht durch Ausschüttungen, Kapitalverkürzungen oder Ähnliches vor Eintritt des Haftungsfalles unterlaufen werden kann.<sup>16)</sup>

Die derzeitigen Anteilseigner bleiben durch die Teilnahme am „Bad Bank“-Modell – wie im Falle des Verbleibs der Wertpapiere bei dem übertragenden Unternehmen – jedoch sachgerecht an Chancen und Risiken der betroffenen Finanztitel beteiligt. Die Kreditinstitute werden durch die Teilnahme von künftigen Risiken aus den problembehafteten Wertpapieren abgeschirmt und für neue Kapitalgeber attraktiv. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten kann dadurch gemindert werden.

Garantiebedingungen festlegen. — 13 Eine konsequentere Umsetzung einer nachrangigen Haftung des Staates bei Nutzung des „Bad Bank“-Modells könnte z.B. darin liegen, sämtliche Dividenden (mit Ausnahme an neue Vorzugsaktionäre) in die ZwG einfließen zu lassen und den Aktionären im Gegenzug handelbare Genussscheine auf die Gewinne der ZwG zuzuteilen. Eine solche Ausgestaltung beliebt tatsächlich alle Chancen und Risiken bei den derzeitigen Risikokapitalgebern. Die handelbaren Genussscheine würden jederzeit die Realisierung der erwarteten Gewinne (einschl. der in der ZwG „angespar-

ten“ Dividenden) ermöglichen. — 14 Bis zur Hälfte des am Tage des Inkrafttretens des Gesetzes bestehenden Grundkapitals. — 15 Mit anderen Worten, wenn (vereinfacht betrachtet) der Barwert aus den Verlusten der problematischen Wertpapiere größer ist als der Barwert des heutigen Eigenkapitals des übertragenden Unternehmens. — 16 Sollte sich abzeichnen, dass der auflaufende Verlust die Erträge aus dem Eigenkapital (Dividenden) zu übersteigen droht, sollte sichergestellt sein, dass das übertragende Unternehmen dies nicht durch das Eingehen großer Risiken zu kompensieren versucht.