

Gläubigerbeteiligung bei Banken Krisen in der Eurozone – Ist die Wende geschafft?

Empirische Analyse von Kapitalmassnahmen und Restrukturierungspolitiken
in aktuellen Fällen mit Schlussfolgerungen für die Europäische
Bankenrestrukturierungsdebatte

ZUSAMMENFASSUNG DER STUDIENERGEBNISSE

Auftraggeber

Bundestagsfraktion Bündnis90 / Die Grünen

und

The Greens / European Free Alliance in European Parliament

Autor:

Hans-Joachim Dübel

Finpolconsult, Berlin

Mitarbeit:

Malte Daniels

Ioana Bejan

Abgeschlossen: 28 Juni 2013

Deutsche Zusammenfassung: 28 August 2013

Executive Summary

Gegenstand der Studie

- Die Studie analysiert den **Umgang mit Kapitallücken in den EU-/IWF-Bankenrestrukturierungsprogrammen für Griechenland, Spanien und Zypern**. Anhand einer Bottom-Up-Analyse ausgewählter Banken wird ermittelt, welche Teile der Kapitallücken durch private Gläubiger, und welche Teile durch Mittel der öffentlichen Hand aufgefüllt wurden. Die Analyse konzentriert sich auf den Zeitraum von Mitte 2012 bis Anfang 2013. Die Restrukturierungen in Irland (v.a. 2009/2010) werden zum Vergleich herangezogen.
- Die **2012/13er Fälle** sind durch eine **schrittweise Einführung und Vertiefung von Gläubigerbeteiligung** in den Vereinbarungen der Bankrestrukturierungsprogramme („Memorandum of Understanding“, „MoU“) charakterisiert. Diese Entwicklung reflektiert einerseits die unterschiedlichen Informationen, die bei Erstellung der Programme jeweils vorhanden waren; andererseits waren Informationen über die irischen und andere frühere Gläubigerbeteiligungsansätze stets verfügbar. Auch gab es zu jedem Zeitpunkt für den nationalen Souverän rechtliche Möglichkeiten, eine höhere Gläubigerbeteiligung durch entsprechende nationale Bankrestrukturierungsgesetze einzuführen.
- Die Fälle sind **von erheblichen Zeitverzögerungen bei der Verlustanerkennung und Einleitung der Restrukturierungsmassnahmen gekennzeichnet**. Das führte zu einer insgesamt niedrigeren Gläubigerbeteiligung, einem Austausch von Gläubigergruppen und Kostensteigerungen für die öffentliche Hand.

Das Potential für Gläubigerbeteiligung und seine Regulatorische Behandlung

- Als **Gläubigerbeteiligungspotential** können im Wesentlichen folgende drei Kategorien von Bankpassiva definiert werden. In aufsteigender Reihenfolge im Insolvenzrang sind dies:
 - o **Hybridkapital**: diese umfasst bei Banken in vielen Fällen Vorzugsaktien, daneben stille Einlagen und strukturierte Schuldverschreibungen („capital securities“, „innovative hybrid securities“), die den **regulatorischen Bedingungen zur Anerkennung als Eigenkapital** entsprechen und **gleichzeitig aber als Schulden steuerlich zinsabzugsfähig** sind. Ihr Eigenkapitalcharakter wird durch ihre **permanente oder zeitlich unbestimmte Laufzeit**, durch die Abhängigkeit der Couponzahlungen vom Gewinn und die eigenkapitalähnliche Behandlung im Insolvenzfall bestimmt. Hybridkapital konnte unter Basel II bis zur Hälfte des Kernkapitals („Tier 1“) ausmachen und wurde darüber hinaus dem Ergänzungskapital („Tier 2“) zugeordnet. Unter Basel III wurden die Bedingungen für die Anrechnung als Kernkapital deutlich verschärft und Anrechnungsquote stark herabgesetzt.
 - o **Nachrangige Verbindlichkeiten**: umfassen Schuldverschreibungen und andere Schulden mit typischerweise **fester Laufzeit**, die **im Insolvenzfall erst nach dem Aktien- und Hybridkapital, aber vor allen anderen Verbindlichkeiten, haften**. Je nach Ausgestaltung der Coupons unterscheidet man zwischen den **gewinnabhängigen „Upper Tier 2“** Schuldverschreibungen und den **gewinnunabhängigen „Lower Tier 2“** Schuldverschreibungen. Manche Upper Tier 2 Papiere wie deutsche Genussscheine sahen auch weitergehende Verlustbeteiligungen im Nicht-Insolvenzfall vor. Demgegenüber sind Lower Tier 2 Papiere ausserhalb des Insolvenzfall im Prinzip anderen Verbindlichkeiten der Bank gleichgestellt, d.h. müssen jederzeit bedient werden. Unter Basel II waren die Tier 2-Schuldverschreibungen als Ergänzungskapital definiert, wegen fehlender Bankrestrukturierungsgesetze und aufgrund der zwischen 2008 und 2010 verfolgten direkten Rekapitalisierungspolitik durch den Staat wurden sie je-

doch mit Ausnahme der Genussscheine nicht zur Haftung herangezogen. Unter Basel III wird diese Klasse von Instrumenten umfassend standardisiert.

Hybridkapital und nachrangige Verbindlichkeiten werden oft gemeinsam als Nachrangkapital bezeichnet. Die verwendeten Bezeichnungen unterscheidet sich in Europa nach wie vor von Land zu Land.

- **Vorrangige, unbesicherte Verbindlichkeiten:** sind die dritte und in Europa bis dato letzte Stufe der Gläubigerbeteiligung. Es handelt sich in Europa um unbesicherte Bankschuldverschreibungen, andere unbesicherte Forderungen gegen die Bank (etwa anderer Banken), sowie Einlagen. Grundsätzlich gilt, dass selbst dann, wenn Einlagen durch Einlagensicherungssysteme oder den Staat versichert sind, sie nach den in Europa bisher gültigen Regeln im Insolvenzfall mit vorrangigen ungesicherten Bankschuldverschreibungen gleichrangig sind.¹ Diese Regeln werden voraussichtlich mit einer ab 2018 geltenden EU-Bankrestrukturierungsdirektive („Resolution and Restructuring Directive, „RRD“) in dem Sinne verändert, dass versicherte Einlagen Vorrang gegenüber anderen vorrangigen, unbesicherten Verbindlichkeiten gewährt wird. Die Mindestsicherungsgrenze für versicherte Einlagen beträgt nach der EU-Einlagensicherungsdirektive von 2009 in Europa 100.000 Euro.
- Wegen politischer Entscheidungen zur **Nichtbeschneidung von Nachrangkapital** bei Restrukturierungen der Jahre 2008 bis 2010 setzt sich bei den Regulierern der Eindruck durch, dass dieses keine echte Haftungsfunktion wahrnehme. Dies gipfelte im Entschluss, in Basel III den grössten Teil des Nachrangkapitals nicht mehr auf das Eigenkapital der Bank anzurechnen. Dies führt wiederum **für die Banken zu Anreizen**, die entsprechenden Papiere **trotz ihres eindeutig nachrangigen Charakters zurückzukaufen oder gegen andere Schuldverschreibungen zu tauschen**. Aufgrund ihres Charakters notieren die Papiere bei straukelnden Banken häufig deutlich unter ihrem Nominalwert, sodass die Bank durch einen Rückkauf einen Gewinn verbuchen kann – sie muss weniger als 100 bezahlen, kann aber eine Verbindlichkeit in Höhe von 100 aus ihrer Bilanz streichen. Diese Buchgewinne werden jedoch mit einer Verschlechterung der Gläubigerposition anderer Schuldverschreibungen bezahlt. So verschwanden mit dem Übergang auf Basel III mit den Nachrangangeleihen auch Puffer für die Halter vorrangiger, unbesicherter Verbindlichkeiten, da diese erst Verluste erlitten hätten, nachdem sämtliches Nachrangkapital verloren gewesen wäre. Aber auch die Einlagensicherungssysteme, die letztlich für die Einlagen haften, verloren ein Schutzschild und wurden im Insolvenzfall stärker herangezogen. **Damit führen die Rückkäufe zu einer Haftung der Steuerzahler zugunsten der ehemaligen Halter von Nachrangangeleihen**, die selbst einer vollen Haftung entgehen.²

Verlust von Gläubigerbeteiligungspotential vor der Restrukturierung

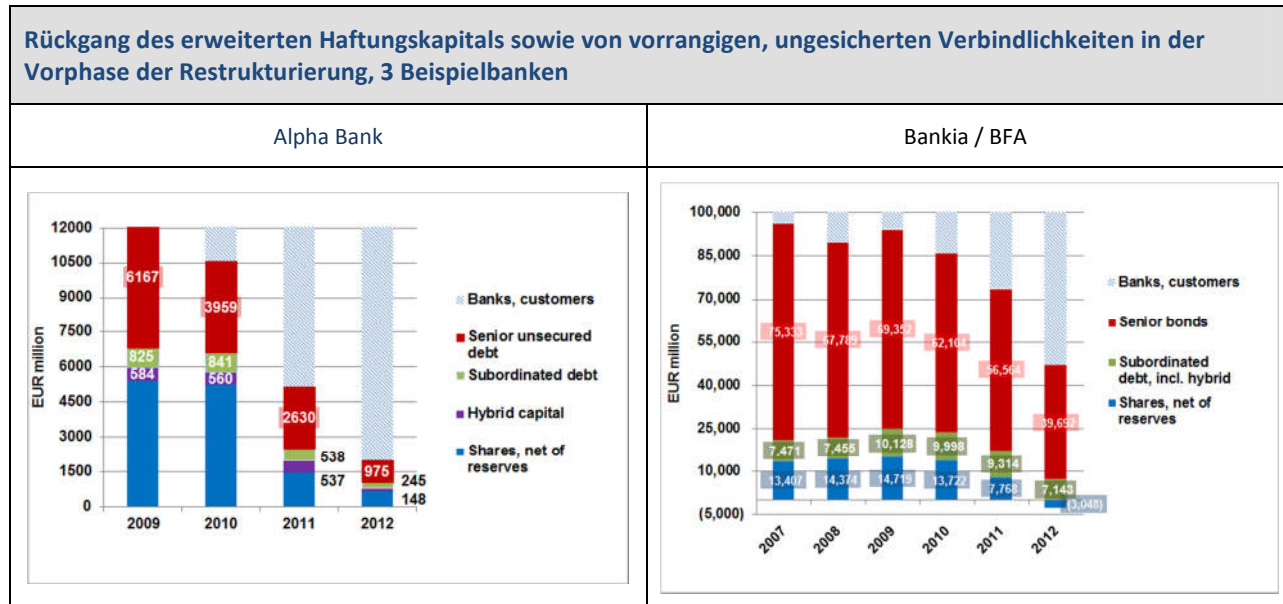
- **Die Zeitverzögerungen** bei der Verlustanerkennung und Einleitung der Restrukturierungsmassnahmen bei den untersuchten Banken in den Untersuchungsländern waren massiv. Sie waren abhängig unter anderem von der Art der Problemaktiva - Immobilienkredit vs. Staatskredit -, vom regulatorischen Druck, der auf die Banken ausgeübt wurde, und von den Finanzierungsbedingungen. Nachdem hohe Verluste bei Staatsanleihen in Griechenland bereits im Juni 2011 deutlich geworden waren,

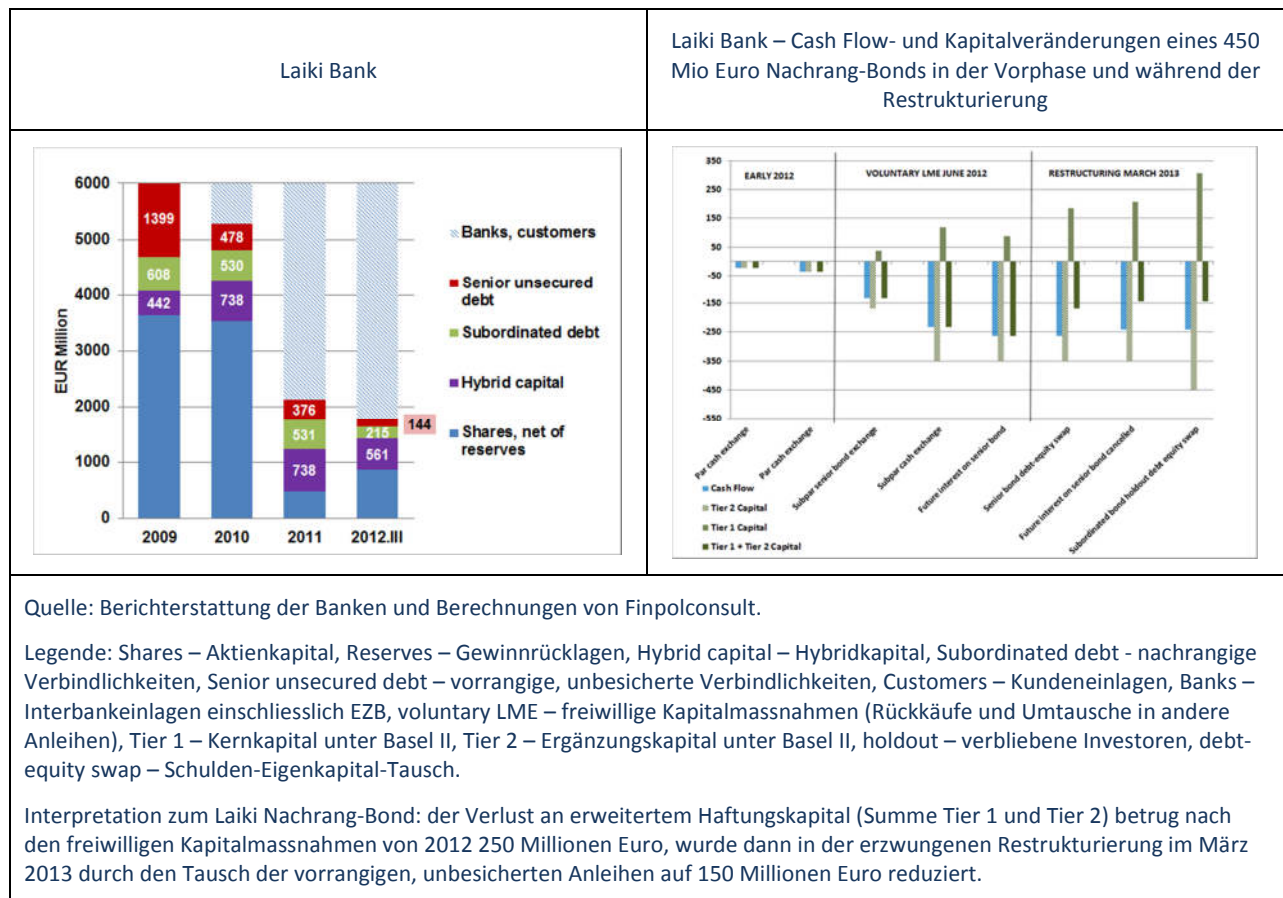
¹ Im Insolvenzfall würden besicherte Einlagen daher wie andere vorrangige, unbesicherte Verbindlichkeiten an den Verlusten beteiligt, wobei die entstehenden Verluste dann durch eine Einlagensicherungseinrichtung auszugleichen wären.

² Illustration: eine Bank hat 100 Euro Kernkapital und 100 Euro Nachrangkapital. Dies ergibt ein erweitertes Haftungskapital von 200 Euro. Die Aufsicht zwingt die Bank mit der Fokussierung von Basel III auf Kernkapital, dieses auf 150 Euro zu erhöhen. Die Bank kauft ihre 100 Euro Nachrangkapital gegen 50 Euro Cash-Auszahlung von den Investoren zurück. Mit dem Buchgewinn von 50 Euro stärkt sie ihr Kernkapital auf 150 Euro. Gleichzeitig verliert sie aber das gesamte Nachrangkapital, so dass das erweiterte Haftungskapital um ein Viertel, von 200 Euro auf 150 Euro, sinkt. Damit steigen Wahrscheinlichkeit und Umfang einer Beteiligung von Einlegern oder des Staates bei Feststellung einer grossen Kapitalücke. Zudem verliert die Bank Liquidität, den sie sich per Kredit von der EZB beschaffen muss.

dauerte es bis Mitte 2012, bis sie von den Banken in Griechenland und Zypern voll anerkannt wurden. Andere Kreditverluste wurden erst Ende 2012 in grösserem Umfang abgeschrieben, und die Restrukturierungen wurden bis zum Frühjahr 2013 hinausgezögert. Es dauerte in **Spanien volle 5 Jahre, vom Platzen der US-Immobilienblase Mitte 2007 an gerechnet, bis man erst Ende 2012 Immobilienkreditverluste umfassend anerkannte** und die Banken restrukturierte. **Irland**, das mit einer ähnlichen Immobilienkrise wie Spanien konfrontiert gewesen war, **hatte diese Aufgaben bereits 2010 weitgehend abgeschlossen**. In allen Fällen, und hier einschliesslich Irland, waren **externe gutachterliche Prüfungen** („Due Diligence“) notwendig, um eine ausreichend grosse Verlustanerkennung sowie angemessen hohe Puffer beim Eigenkapital der Banken durchzusetzen. Nationale Aufseher waren im Vorfeld deutlich zögerlicher mit Wertberichtigungsanforderungen.

- Die Studie zeigt für die Fälle aus 2012/13 dass es die langen Verzögerungen **vielen historischen Bankgläubigern**, einschliesslich im Nachrang, **die teilweise oder gesamte Rückzahlung ihrer Investments ermöglichten**. Die entsprechenden Verluste an Haftungskapital mussten dann in der Restrukturierung vom Steuerzahler gedeckt werden. Dieser Prozess kann aber auch als eine von mehreren **Motiven für den radikaleren Gläubigerbeteiligungsansatz in Zypern** im März 2013 gesehen werden, der darüber hinaus vorrangige, unbesicherten Gläubigern bzw. Einlegern belastete.





- Die **Kapitalmassnahmen, die zu diesem Ergebnis führten**, waren **planmässige Rückzahlungen**, Rückkäufe gegen Cash oder Umtausch in höherrangige Anleihen (**„liability management exercises“**, „LME“), sowie **vorfällige Rückzahlungen**. Letztere beide Massnahmen waren besonders häufig bei Hybridkapital und nachrangigen Verbindlichkeiten, die erstere bei vorrangigen, unbesicherten Verbindlichkeiten. Bei gesunden Banken waren solche Massnahmen üblich, wenn Rückkäufe durch parallele Neuemissionen von Verbindlichkeiten mit gleichem Haftungsrang begleitet waren. Bei strauchelnden Banken hingegen reduziert sich mit jeder Transaktion das erweiterte Haftungskapital. Sogar eigene Aktien wurden gelegentlich zurückgekauft. **In der Regel fehlten Moratorien** oder andere vernünftige Einschränkungen dieser Operationen durch den nationalen Aufseher, in vielen Fällen trotz bereits erfolgter staatlicher Stützungen. Sie wurden **Rückkäufe von Banken durchgeführt, die bereits Kapitalmarktzugang zur Emission neuer Aktien oder Verbindlichkeiten verloren hatten** und tief in der Abhängigkeit von Finanzierung durch staatliche Rettungsfonds bzw. EZB waren.
 - o **Cash-Auszahlungen** von durchschnittlich 40% für Hybridkapital und 54% für nachrangige Verbindlichkeiten charakterisieren die Rückkaufaktionen **von griechischen Banken in den Jahren 2012 und 2013**. Diese Verluste von erweitertem Haftungskapital fanden **trotz der tiefen Insolvenz** der Banken, die de facto seit Mitte 2011 feststand, statt, und trotz der Rekapitalisierung durch den Staat, die mit der Ausreichung von Darlehen schon Mitte 2012 begonnen wurde. Alleine bei den hier untersuchten drei Banken wären die öffentlichen Ausgaben für Rekapitalisierung durch eine vollständige Gläubigerbeteiligung im bei Hybridkapital und nachrangigen Verbindlichkeiten um 1,3 Mrd EUR reduziert worden. Nach erfolgter Kapitalerhöhung durch den Staat im Frühjahr 2013 können die verbliebenen nachrangigen Gläubi-

ger nunmehr sogar auf volle Rückzahlung hoffen, d.h. es werden wahrscheinlich weitere Verluste von erweitertem Haftungskapital folgen.

- Die Bild in Spanien ist durchwachsen: während größere Banken und Sparkassen Ende 2011 und Anfang 2012 von Nachranginvestoren eher hohe Abschlüsse („haircuts“) bei Rückkäufen verlangten oder sogar nur Aktien im Umtausch anboten, machten v.a. mittelgrosse Sparkassen **Versuche, Hybridkapital und nachrangige Verbindlichkeiten zurückzukaufen oder gegen langfristige Einlagen umzutauschen**, dh. das haftende Nachrangkapital erheblich zu verringern. Das Angebot der Liberbank vom Juni 2012 zum Umtausch von Vorzugsaktien in Einlagen mit 5 Jahre Laufzeit ohne jedweden Abschlag **führte zu Forderungen nach verbindlicher Gläubigerbeteiligung in Spanien**, bevor eine Beteiligung der Eurozone an Rekapitalisierungen in Frage kam. Im März 2012 hat die grösste Sparkasse Bankia einen Schulden-Eigenkapital-Tausch angeboten und zur Unterstützung den Aktienkurs durch eigene Aktienrückkäufe künstlich aufgebläht. In den Jahren zuvor hatte sie mehrere Milliarden Euro an Hybridkapital durch Rückzahlungen verloren. Die Vereinbarung Spaniens mit der Troika vom Juli 2012 beendete diese Praktiken, die bisher nicht systematisch aufgearbeitet wurden, mit Verspätung; die Verluste für den Staat betragen wahrscheinlich mehrere Milliarden Euro.
- Rückkäufe, Anleiheumtausche sowie vorfällige Rückzahlungen **verringerten das potentiell haftbare Nachrangkapital in Zypern Ende 2011 und Anfang 2012 in den beiden großen Banken um mindestens 700 Mio. EUR**. Der Umtausch einer grossen nachrangigen Anleihe durch die Laiki Bank, der nur durch die 1,8 Mrd EUR grosse Rekapitalisierung durch den zypriotischen Staat möglich gemacht wurde, erhöhte zeitweise künstlich das Volumen der vorrangigen ungesicherten Verbindlichkeiten der Bank. Dies war ein weiterer Grund dafür, dass die Restrukturierungsmassnahmen im Jahr 2013 auch diese Klasse von Verbindlichkeiten erfasste.
- Diese enttäuschenden Ergebnisse stehen im Gegensatz zu den **eher radikalen Massnahmen, die Irland bereits zwei Jahre zuvor, im Jahr 2010, im Bereich des Nachrangkapitals durchgeführt hatte**. Mit Hilfe der Androhung eines Restrukturierungsgesetzes hatte die Regierung einen Rückkauf von Nachranganleihen von Anglo Irish Bank durchgesetzt, bei dem die Investoren lediglich 20% erhielten. Für die Verweigerer dieses Angebotes gab es keinerlei Auszahlung. Es gibt hier eine Parallelen zu den Fällen von Zypern und Griechenland, denn diese Art von Verbindlichkeiten wurden dort wie in Irland über Offshore-Vehikel nach britischem Recht an Investoren vertrieben. Die irische Regierung stellte sich mit ihrer aggressiven Taktik damit erheblichen rechtlichen Herausforderungen, und gewann schliesslich. Irland hatte zudem vergeblich gegen den Widerstand der EZB versucht, eine Beteiligung der Gläubiger von vorrangigen, unbesicherten Verbindlichkeiten der Anglo Irish Bank zu erreichen.
- Jenseits des Nachrangkapitals lassen sich **grosse Volumen von Rückzahlungen von vorrangigen, unbesicherten Anleihen** (Griechenland, Spanien, Zypern) sowie von **großvolumigen Einlagen** (Zypern) empirisch belegen. Während die Nicht-Verlängerung solcher Engagements eine einseitige, vertraglich abgesicherte Option der Investoren ist, können solche **Abflüsse nur durch Entscheidungen der EZB**, de-facto innerhalb des Netzwerkes der lokalen Zentralbanken, **entstehen, für eine vollständige Ersatzfinanzierung zu sorgen**. Bei den untersuchten, vom Marktzugang abgeschnittenen Banken übernahm die EZB per Ende 2012 die Finanzierung von rd. 30% der Bilanzsumme. Eine einzige Bank, Bankia, schuldete der EZB zusammen mit ihrer Holdinggesellschaft BFA im Dezember 2012 74,5 Milliarden Euro.
- **Das Verschwinden von potentiell Gläubigerbeteiligungspotential** im Vorfeld von Bankrestrukturierungen war ein **Alarmzeichen**, das über einen sehr langen Zeitraum hinweg überhört wurde. In dem Maße, in dem Hybridkapital bzw. nachrangige Verbindlichkeiten verloren wurden, stiegen die **Verlusterwartungen für vorrangige, ungesicherte Gläubiger ebenso wie die fiskalischen Kosten** während der an-

schließenden Restrukturierungen an. Die **Verantwortung dafür tragen die lokalen Aufsichtsbehörden sowie die EZB** als zentraler Kreditgeber der Banken, ohne deren Finanzierung die Gläubiger ihr Kapital nicht hätten retten können.

Gläubigerbeteiligung während der Restrukturierung

- Zwischen Mitte 2012 und Anfang 2013 fand eine **Änderung des hauptsächlich verfolgten Ansatzes bei Bankenrestrukturierungen** in Europa statt. Die zuvor dominierende Kombination von Aktivaustauschen ("Bad Bank") und Kapitalerhöhungen durch den Staat wurde zunehmend durch Kapitalmassnahmen im Bereich der Bankverbindlichkeiten ('Good Bank', Schulden-Eigenkapital-Tausch) ergänzt. Dies führte zu einer geringeren Beteiligung des Staates und einer höheren Beteiligung der Gläubiger an den Kapitalmassnahmen. Das Ergebnis war jedoch **höchst abhängig vom Zeitpunkt der Vereinbarung des Bankrestrukturierungsprogramms**:
 - Im **griechischen Fall** - das Memorandum of Understanding („MoU“) war im Februar 2012 verabschiedet worden – **wurde von den vier Grossbanken keinerlei obligatorische Gläubigerbeteiligung abverlangt**.³ Lediglich das Aktienkapital dieser Banken wurde reduziert, während die Politik von freiwilligen Rückkauf- und Umtauschgeboten für die Gläubiger, wie oben beschrieben, fortgesetzt wurde. Dadurch wurde nur eine viel zu kleine Kapitalentlastung erreicht, zumeist bei den risikoreicheren Hybridkapitalpositionen. Selbst die verstaatlichte EFG Eurobank bot im Mai 2013 nur einen freiwilligen Schulden-Eigenkapital-Tausch von Hybridkapital und nachrangigen Verbindlichkeiten an, das bei Investoren nur geringen Zuspruch fand. Bei mehreren kleineren griechische Banken hingegen wurden zwangsweise Kapitalmassnahmen im Rahmen des "Good Bank"-Modells durchgeführt: darin wurde das (vom Volumen her sehr begrenzte) nachrangige Kapital dem Abwicklungsfahrer zugeordnet und nicht an den Käufer der guten Teile der Bank übertragen. Für die vier Grossbanken wurde seit Januar 2013 eine mindestens 10% betragende Beteiligung des privaten Sektors (PSI) bei der Ausgabe neuer Aktien als Form der Beteiligung der Aktionäre gefordert; deren finanzielle Risiken wurden jedoch durch die Ausgabe von Optionsscheinen auf die vom Staat gezeichneten Anteile verringert, die im Gegenzug die Verluste des Staates bei der Zeichnung faktisch zementierten. Drei der vier Grossbanken erreichten schliesslich die geforderte Quote.
 - **Spanien implementierte** mit dem MoU vom Juli 2012 ein Moratorium bei Cash-Auszahlungen und Anleiheumtuschen **für Nachrangverbindlichkeiten und Hybridkapital**. Dieses Nachrangkapital wurde sodann durch ein neu geschaffenes Bankrestrukturierungsgesetz **obligatorischen Kapitalmassnahmen unterworfen** („subordinated liability exercises“, „SLE“). Nachdem die spanische Regierung anfänglich Cash-Auszahlungen in Nähe des "Marktpreises" dieser Instrumente geplant hatte, kam es Ende 2012 zu einer Vereinbarung mit der Troika, die hohe **Abschläge („Haircuts“)** gefolgt von einem **Schulden-Eigenkapital-Tausch** vorsah. Dies führte zu einer vollen regulatorischen Anerkennung des derart behandelten Nachrangkapitals als haftendes Eigenkapital. Man **kann diesen Ansatz als Kompromiss ansehen**, wenn man ihn mit Alternativen wie der Enteignung des Nachrangs im Fall von SNS Reaal in den Niederlanden im Februar 2013 oder der Behandlung der Nachranggläubiger bei Anglo Irish Bank in Irland im Jahr 2010 vergleicht. Eine Quantifizierung der Ergebnisse der durchgeführten Schulden-Eigenkapital-Massnahmen im Fall von Bankia führt unter Annahme eines Bewertungsmodells für die erhaltenen Aktien zu einer Verlustquote für die betroffenen Gläubiger in der Nähe von 65%. In einigen Fällen wurden in Spanien, so wie bei dem untersuchten Banco de Valencia, auch geringere Verlustquoten für private Haushalte gegenüber

³ Während der Abschlussphase dieses Gutachtens im Juni 2013, führte Alpha Bank die erste verpflichtende Kapitalmassnahme bei einem kleinen Teil des von ihr emittierten Hybridkapitals durch.

institutionellen Investoren erzeugt. Trotz dieser Anstrengungen ist aufgrund der direkten und im Zeitverlauf der Gläubigerbeteiligung vorlaufenden Rekapitalisierungen durch den spanischen Staat dessen Verlusterwartung in der Regel höher als diejenige der Altgläubiger. Es gab in Spanien auch nie eine ernsthafte Erwägung der Beteiligung von vorrangigen, unbesicherten Gläubigern an den Rekapitalisierungen; eine Besteuerung von Einlegern wurde verschiedentlich diskutiert.

- Nach dem mangels ausreichender Masse gescheiterten Versuch vom November 2012, das in Spanien verfolgte auf Nachrangkapital begrenzte Haftungskonzept auf **Zypern** anzuwenden, **wurden dort die obligatorischen Kapitalmassnahmen** in der Vereinbarung vom März 2013 **auf vorrangige, unbesicherte Verbindlichkeiten und nicht von der Einlagensicherung versicherte Einlagen ausgeweitet**. Zypern wandte dabei das "Good Bank"-Modell auf die Laiki Bank an. Dabei wurden alle griechischen Einlagen an die dortige Piraeus Bank, sowie die versicherten Einlagen, die EZB Liquiditätshilfen und große Mengen an öffentlichen Einlagen auf die Bank of Cyprus übertragen. Die Bank of Cyprus wurde dann einem Schulden-Eigenkapital-Tausch unterzogen. Das zyprische Bankrestrukturierungsgesetz hatte zur Unterstützung eine Super-Seniorität von versicherten Einlagen bestimmt, ähnlich wie sie in den Vereinigten Staaten praktiziert wird. Aber gleichzeitig war auch der EZB und öffentlichen Einlegern ein rechtlicher Vorrang eingeräumt worden. Das derartige **Kombinieren einer rechtlichen ad-hoc-Rangverbesserung für öffentliche Forderungen mit obligatorischen Kapitalmassnahmen hat das Potenzial, das Konzept der privaten Gläubigerbeteiligung zu kompromittieren**. Gegen das Prinzip der Nicht-Schlechterstellung von Gläubigern im Vergleich zum Szenario der Liquidation der Bank wird so verstossen. Aus diesem Grund hält die Diskussion über den Umgang mit der Senioritätsforderung insbesondere der EZB an.
- **Wenn man die ermittelten Kapitallücken zugrunde legt**, kann man zusammenfassend sagen, dass die besprochenen Restrukturierungsansätze **in Griechenland zu nahe Null Gläubigerbeteiligung** (mit Ausnahme der verpflichtenden Teilnahme in kleinen Banken und der freiwilligen Teilnahme bei grossen Banken) geführt haben. Dieser Wert steigt auf etwa **ein Viertel der Kapitallücken im Falle von Spanien** durch Beteiligung von Nachrangverbindlichkeiten und Hybridkapital, und auf **zwischen zwei Dritteln (Laiki Bank) und fast hundert Prozent (Bank of Cyprus) im Fall der umfassenden Gläubigerbeteiligung in Zypern**.

Bemerkenswert an dieser Entwicklung **ist nicht so sehr die schrittweise Verschärfung der Politik** des Staates bzw. seiner Auslandsgläubiger. Diese finden ihr **Gegenstück in der Entwicklung in den USA um 1990**, wo man auf fiskalpolitischen Druck hin die **Rettungspolitik des bankrotten Sparkassensystems auf einen Kostenminimierungsansatz** aus Sicht des Staates **umstellte**, einschließlich der Beteiligung von nicht versicherten Einlagen. Bemerkenswert ist **eher, dass bei zwei der drei vorliegenden Fälle keinerlei Versuche unternommen wurden, um die zuvor getroffenen Vereinbarungen der Bankrestrukturierungsprogramme an die neue Situation anzupassen**. Dies trifft auf das griechische, und in geringerem Maße auf das spanische, Programm zu, die unverändert blieben obwohl parallel in weiteren Ländern - Spanien bzw. Zypern - größere Gläubigerbeteiligung gefordert wurde.

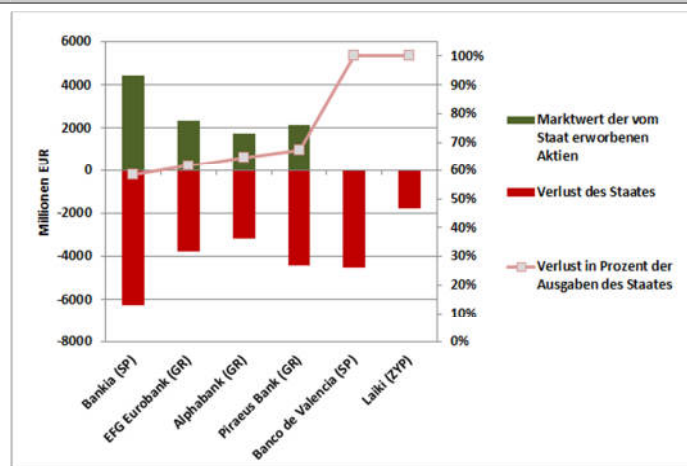
Gläubigerbeteiligung und Fiskalkosten der Bankenrettungen

- Die fiskalischen Ausgaben der verschiedenen Programme sowie ihrer Vorlaufphasen transparent zu machen, aufzuaddieren und auf dieser Basis eine **glaubwürdige Verlustschätzung** (Kosten) abzuliefern, **ist Aufgabe der Beteiligten der Troika und auf nationaler Ebene**. Mit Hilfe anekdotischer Informationen jenseits der untersuchten Fälle, sowie fundierter Annahmen zu den Verlustquoten von öffentlichen Interventionen in verschiedenen Positionen der Bankbilanz, können wir folgende **grobe Annäherungen** machen:

- Für Griechenland signalisiert die vorliegende Evidenz, dass die Regierung mit Absicht eine kostspielige Strategie der tiefen Subventionierung der Bankgläubiger verfolgte und nie ernsthaft deren Beteiligung an den Rettungskosten erwog. Für eine Fiskalkostenschätzung muss man zunächst einige der überoptimistischen Annahmen über zukünftige Erträge der Banken korrigieren. Auf dieser Basis kann man **für die vier Grossbanken Griechenlands Verluste der direkten Rekapitalisierung für den Staat in der Nähe von 20 Milliarden Euro erwarten**. Dies bedeutet, dass de-facto 70% der 28 Milliarden Euro Verluste durch griechische Staatsanleihen den Bankgläubigern vom griechischen Steuerzahler wieder erstattet wurden und damit die ohnehin kaum tragbaren griechischen Staatsschulden wieder erhöhten. Unsere **grobe Fiskalkostenschätzung für das gesamte Programm**, einschließlich einer Schätzung zu anderen Banken und ausstehenden Garantien, beläuft sich auf **46% der gesamten fiskalischen Ausgaben oder 32 Milliarden Euro**. Derartige Volumen der Bankenrettungskosten sind eine wichtige **Ursache einer möglichen bevorstehenden Belastung des öffentlichen Sektors bei einem neuerlichen Schuldenschnitt griechischer Staatsanleihen**.
- **Spanien ersparte sich Fiskalkosten durch die Gläubigerbeteiligung** während der Restrukturierungen, **verlor** aber ebenso wie Griechenland **stark durch eine Rekapitalisierungsstrategie, die routinemäßig früh und auf der höchstmöglichen Haftungsebene** (in Aktienkapital) **investierte**. Zudem muss man aus der weitgehend staatlich garantierten Bad Bank-Lösung ('Sareb') sowie umfassenden Abschirmungen anderer Banken weitere Verluste erwarten. **Für nur zwei Bankenfälle - Bankia / BFA und Banco de Valencia - erwarten wir Fiskalverluste in Höhe von zusammen 13 Milliarden Euro. Insgesamt sind es für das gesamte Bankenprogramm 54 Mrd. Euro oder 39% der fiskalischen Ausgaben**. Während diese Verlustquote nicht weit von derjenigen Griechenlands entfernt ist, sollte zur Interpretation darauf hingewiesen werden, dass **Spanien weitgehend ehemals öffentliche Banken gerettet hat**. Setzt man die erwarteten Verluste ins Verhältnis zum BIP, so betragen sie in Spanien nur ein Drittel - 5% gegenüber 15% in Griechenland.
- Die von **Zypern** im Rahmen des zweiten Memorandum of Understanding von März 2013 vereinbarten Programms sowie seiner Vorlaufphase zu tragenden fiskalischen **Ausgaben sind immer noch erheblich, über 4 Milliarden Euro**. Von diesem Betrag müssen die für die **Rekapitalisierung von Laiki** bereits **2012** aufgewendeten 1,8 Milliarden Euro als verloren betrachtet werden, was zusammen mit weiteren Lasten bei anderen Banken die zu erwartenden Verluste auf ca. 70% der Ausgaben bzw. ca. 3 Milliarden Euro treibt. Hätte man das MoU vom November 2012, das eine zweite direkte Rekapitalisierung von Laiki und eine weitere für die Bank of Cyprus vorsah, realisiert, so hätten die Fiskalkosten nach unserer überschlägigen Rechnung bei über 10 Milliarden Euro gelegen. Eine **offene Frage zu den Gesamtkosten** für Zypern bleibt, **in welchem Umfang EZB Kredite**, die einfach von der Laiki zu Bank of Cyprus übertragen wurden, in Zukunft **abgeschrieben werden müssen**. Die Vorgabe dafür ist der faktische teilweise Schuldenverzicht der EZB von 2013 im Fall Irlands (Anglo Irish Bank / IBRC).
- Fragt man nach den Auswirkungen einer direkten Rekapitalisierung durch die Eurozone, so findet die Studie, dass **eine Gruppe von nur sieben untersuchten Banken den ESM zwischen 30 und 35% seiner Kapitalbasis gekostet hätte**. Diese Zahlen variieren je nach Annahme über das Kurs-Buchwert-Verhältnis zu den durch den Staat erworbenen Aktien. Die Verlustquoten für den Staat hätten bei dieser Gruppe von Banken zwischen 60% und 100% bei einem angenommenen Kurs-Buchwert-Verhältnis von 100%, und 75 bis 100% bei einem angenommenen Kurs-Buchwert-Verhältnis von 60% betragen. Welche Kurse aus Sicht des Marktes angemessen sind, hängt von der Glaubwürdigkeit der Stresstests, die zuvor durchgeführt wurden, um die Kapitallücken festzustellen, ab. Die Erkenntnis bleibt, dass für Banken in ernsten Schwierigkeiten eine direkte Rekapitalisierung ohne, oder mit nur sehr begrenzter Gläubigerbeteiligung das Potenzial massiver Fiskalverluste in sich birgt.

- **In welchem Umfang hätte man also Fiskalkosten durch frühere und umfangreichere Zuweisung von Verlusten an die Altgläubiger sparen können?** Wir gehen für die Beantwortung dieser Frage davon aus, dass 10% des Volumens der Einlagen aufgrund ihrer nicht versicherten Volumen Verluste tragen können (im Fall Zypern aufgrund der besonderen Strukturen 50%) während die versicherten Einlagen vorrangigen Status genießen, und dass man den Zeitpunkt der umfassenden Restrukturierung nach den vorliegenden Informationen deutlich früher hätte festlegen können. Auf der Basis dieser Annahmen stellen wir fest, dass **mit einer einzigen Ausnahme keine der genannten Banken fiskalische Kosten produziert hätte**. Zum Beispiel hätte Spanien Bankia / BFA zum Zeitpunkt der Fusion Ende 2010 nur mit Beteiligung des Nachrangkapitals und von vorrangigen, unbesicherten Anleihen sanieren können. Dieser Zeitpunkt lag immerhin fast zwei Jahre nach demjenigen der Verstaatlichung der Anglo Irish Bank, die eine heftige Debatte der Beteiligung von vorrangigen, unbesicherten Gläubigern ausgelöst hatte. Eine Sanierung von zwei der drei großen griechischen Banken in unserer Stichprobe unter dem gleichen Prinzip wäre ohne, und in dem verbliebenen dritten Fall nur mit minimalen Fiskalkosten, am Ende des Jahres 2011 möglich gewesen. Erhebliche Fiskalkosteneinsparungen für Griechenland und Spanien wären immer noch möglich gewesen, wenn man die Gläubigerbeteiligung über ein einfaches Bankrestrukturierungsgesetz nach dem irischen Beispiel nur auf den Nachrang beschränkt hätte.

Verluste für den Staat durch Direkte Rekapitalisierungen bei 7 untersuchten Banken



Quelle: Berichterstattung der Banken, der Regierungen und externen Gutachter zu Kapitallücken, Rekapitalisierungsmassnahmen und Zielbuchwerten und Berechnungen durch Finpolconsult. Anmerkung: ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von 100% wird angenommen.

Rechtliches Umfeld der Gläubigerbeteiligung

- Selbst eine flüchtige Überprüfung der nationalen und europäischen Gesetzgebungen ergibt, dass die **weit verbreitete Vorstellung, Staaten der Eurozone könnten beim Thema Gläubigerbeteiligung irgendwie gezwungen sein, auf die EU Bankrestrukturierungsrichtlinie RRD zu warten, falsch ist**. Während diese auf 2018 verschoben ist, hindert nichts den nationalen Gesetzgeber daran, eine aggressivere Gläubigerbeteiligungspolitik im Interesse der Solvenz des Staates vorzuziehen. Das genaue Gegenteil ist der Fall: die Bestimmung der nationalen Bankrestrukturierungsordnungen **war bisher eine rein nationale Angelegenheit, und sie wird es bis 2018 bleiben**. Nicht Mangel an gesetzgeberischen Möglichkeiten hat bislang eine grössere Beteiligung von Investoren verhindert, sondern fehlender politische Wille.
- Die **Verzögerungen bei der Verabschiedung von nationalen Bankrestrukturierungsgesetzen** - bis Mitte 2012 hatten innerhalb der EU nur das Vereinigte Königreich, Deutschland und Irland umfassend modernisierte Versionen vorgelegt – **ist somit eine nationale politische Entscheidung** bzw., sofern ein Programm vereinbart wurde, **auch eine Entscheidung von dessen offiziellen Sponsoren**.
 - o Die von **Griechenland** 2011 durchgeführte Reform des Bankrestrukturierungsgesetzes von 2006 ist so **unvollständig**, dass sie **nicht einmal die verpflichtende Gläubigerbeteiligung des Nachranges ermöglicht**. Eine Ausnahme wird gemacht, wenn die Bank dem rigorosen

‘Good-Bank’-Restrukturierungsverfahren unterworfen wird, was nur bei Liquidation kleinerer Banken angewendet wird. Teure freiwillige Rückkauf- und Umtauschangebote (LME) sind weiter uneingeschränkt möglich und das von der Troika vereinbarte Programm enthält nur unverbindliche Absichtserklärungen mit Bezug auf den Umfang der Gläubigerbeteiligung.

- Das auf Druck der Troika bewirkte **spanische Gesetz**, in Kraft seit November 2012, ermöglicht die **Beteiligung von Gläubigern von Hybridkapital und nachrangigen Verbindlichkeiten, nicht aber von Gläubigern vorrangiger, unbesicherter Verbindlichkeiten**. Der Kapitalabfluss aus den Banken durch freiwillige Rückkauf- und Umtauschangebote (LME) wurde effektiv durch das Moratorium von August 2012 gestoppt, die Richtlinien für derartige Aktionen standardisiert. Das Gesetz erlaubt dem Regulierer aber immer noch große Freiheitsgrade, etwa bei Bewertungen, die die materiellen Ergebnisse der Restrukturierung für nachrangige Gläubiger verändern können.
- Das **zyprische Bankrestrukturierungsgesetz** von März 2013 übernahm **wesentliche Elemente der US-amerikanischen Gesetzgebung**. Diese erlauben die Beteiligung von vorrangigen, unbesicherten Verbindlichkeiten sowie nicht-versicherten Einlagen. Zudem sind in Zypern die versicherten Einlagen sowie Interbankkredite vorrangig. Das Gesetz kann als Vorlage für den im Juni 2013 im Ministerrat der EU verabschiedeten Vorschlag zur Bankrestrukturierungsrichtlinie RRD gelten.

Schlussfolgerungen

- Wir haben **erhebliche Fiskalkosten dokumentiert, die durch die bevorzugte Behandlung von Gläubigern von faktisch insolventen Banken** in den Fallländern, bis hinunter zu nachrangigen Verbindlichkeiten und Hybridkapital, **verursacht wurden**. Diese Praxis spiegelt vergleichbare Entwicklungen in der ersten Phase der europäischen Bankenkrise 2008-2010 in Ländern wie Deutschland, Großbritannien oder den Niederlanden wider. Die hohen Fiskalkosten insbesondere in Griechenland und Spanien ergaben sich aus der **Trägheit der nationalen Staaten als Aufseher und Finanzierer, den Politikansatz bei der Bankrestrukturierung von offenen Subventionen** ("direkte Rekapitalisierung „) **auf einen Kostenminimierungsansatz umzustellen**. Sie sind aber auch das Ergebnis des **Versagens der europäischen Institutionen**: an erster Stelle zu nennen sind hier die **Kreditvergabepolitik der EZB ohne frühzeitiges Drängen auf eine ausreichende Kapitalausstattung der Banken** und die **Inkonsistenz der Vorgaben durch die Bankenregulierung**, die beide dem Verlust an Gläubigerbeteiligungspotential Vorschub leisteten.
- Der Ministerratsvorschlag zur RRD vom Juni 2013 nimmt nun das **Kostenminimierungsmotiv** auf und bestimmt eine Reihenfolge der Verlustverteilung sowie **Mindestbedingungen für nationale Bankenhilfen**, im Prinzip nach dem Vorbild Zyperns. Zusätzliche Regeln, die eine **nationaler Erstverlusthaftung** fordern, sollen potenzielle ESM-Rekapitalisierungsmassnahmen schützen. Diese Vorgaben **scheinen vor dem Hintergrund der Ergebnisse dieser Studie gerechtfertigt**. Sie werden insbesondere durch die Abwesenheit eines zusätzlichen Systemrisikos in denjenigen Fällen, bei denen es zu substanzieller Gläubigerbeteiligung kam, unterstützt. Allerdings ist die **neuerliche Verzögerung bei der EU Bankrestrukturierungsrichtlinie**, die zunächst Jahre zu spät vorgelegt wurde und nun erst 2018 in Kraft treten soll, **besorgniserregend**. Es sollten Maßnahmen ergriffen werden, die einen Rückfall in die früheren Muster exzessiver Subventionierung von Bankgläubigern bei den zahlreichen zukünftigen Fällen von Bankrestrukturierungen verhindern.

Umgekehrt muss vor dem Hintergrund von Vorzugsbehandlungen wie Rangveränderungen zugunsten öffentlicher Gläubiger und insbesondere der Zentralbank **vor einer überzogenen Belastung privater Gläubiger bei den Kapitalmassnahmen einer Restrukturierung gewarnt werden**. Eine Wiederholung insbesondere von ad-hoc-Bevorzugungen, wie sie in Zypern vorgekommen sind, könnte das gesamte Konzept der Gläubigerbeteiligung kompromittieren und die Risikoprämien und Kapitalkos-

ten für Banken deutlich erhöhen. In diesem Zusammenhang sollte aber klar sein, dass ein **Regime-wechsel hin zu mehr Gläubigerbeteiligung und weniger staatlichen Subventionen moderat höhere Kreditkosten in Europa zur Folge haben wird**. Dies scheint in Anbetracht der Kreditexzesse der vergangenen Jahre ein potenziell heilsamer Effekt zu sein.

- Mit Bezug auf die Errichtung eines **Bankenabwicklungsmechanismus** („Single Resolution Mechanism“) und seines impliziten Einlagensicherungsversprechens sollte Europa das gegenwärtige Politikmoment für sein ‚1934 Ereignis‘ nutzen. 1934 war das Jahr, in dem die erfolgreiche U.S. Federal Deposit Insurance Corporation gegründet wurde.

Es gibt gute Argumente, auch in Europa **Einlagensicherung, Bankenaufsicht und Bankenabwicklung unter einem Dach zu vereinen**. Eine mit entsprechender politischer Macht ausgestattete Institution, die **im Auftrag der Einleger und in gesamteuropäischem Interesse agiert, hätte richtig gesetzte Anreize**, früh gegen den Verlust von Haftungskapital bei den Banken einzuschreiten und **den Gläubigern insbesondere von Bonds Verluste zuzumuten**, von denen viele indirekt über die Offenmarktgeschäfte von der Zentralbank gehalten werden. Im Gegensatz dazu würde die **dauerhafte Monopolisierung der Bankenaufsicht durch den letztinstanzlichen Kreditgeber der Banken, die EZB, zu einer Zementierung der Interessenkonflikte führen**, die für die bisher höher als notwendigen Fiskalkosten mitverantwortlich waren.