

## Verspätete Abwicklung der Depfa Bank durch den Bund

### Die Konsequenz sind Milliardensubventionen für nachrangige Investoren

Hans-Joachim Dübel  
Finpolconsult, Berlin

6/4/2014

### Vom Kommunalfinanzierer zum staatlich gesponsorten internationalen Bondversicherer

Die Deutsche Pfandbriefanstalt geht zurück auf den 1924 in Berlin gegründeten Staatsfinanzierer Preussische Landespfandbriefanstalt, den ersten auf den Massenwohnungsbau zugeschnittenen deutschen Pfandbriefemittenten, der zahlreiche kommunale Grosssiedlungen der 20er Jahre finanzierte. Seit den 1970er Jahren mit ihrer steigenden öffentlichen Verschuldung entwickelte sich die Bank daneben zu einem der grössten Finanzierer des öffentlichen Sektors neben den Landesbanken und der KfW.

War das Modell der 1970er Jahre noch die direkte Kreditvergabe an Kommunen und Kontrolle ihrer Haushalte, so entwickelte sich die Bank mit der stürmischen Kapitalmarktentwicklung der 1980er Jahre und der Privatisierung 1991 zu einem faktischen Versicherer von Bonds einer grossen Bandbreite öffentlicher Emittenten im In- und Ausland. In diesem Geschäftsmodell wurde etwa ein single-A Kreditrisiko über die Refinanzierung durch Depfa's AAA-geratete Pfandbriefe deutlich günstiger refinanziert. Die ersparten Zinsen teilten sich der ursprüngliche Emittent und Depfa, die darüberhinaus für Kreditrisiken des öffentlichen Sektors kaum Kapital halten musste. Das hohe Rating der Depfa und ihre niedrigen Refinanzierungskosten waren wiederum ohne die implizite Garantie des deutschen Staates für die Bank bzw. das Pfandbriefsystem kaum denkbar, der damit dieses Geschäftsmodell subventionierte.

Mit dem Maastricht-Konvergenzprozess und Liberalisierungen im Anlagespektrum bereits vor der Euro-Einführung – den Anfang machte 1997 Luxemburg - entstanden hohe Anreize, Kredite oder Bonds südeuropäischer Schuldner, die dort über kein dem Pfandbrief vergleichbares Refinanzierungsinstrument verfügten, in die Deckung aufzunehmen. Damit trugen die Pfandbriefemittenten, ebenso wie andere stark bondfinanzierte Banken wie etwa die Landesbanken, zur starken Verringerung der Zinsdifferenzen innerhalb Europas bei. In der Deckung deutscher Pfandbriefe gibt es bis heute für Exposure innerhalb des europäischen Wirtschaftsraums EEA in Form von Kredite an öffentliche Haushalte und deren Bonds keine quantitative oder Ratingbegrenzungen.

Im Unterschied zu den USA, wo hoch geratete Bondversicherer wie MBIA ähnliche Funktionen durch das Einpacken („wraps“) von öffentlichen Bonds niedriger Ratingstufen wahrnahmen, konnte Depfa als Bank in den 90er Jahren neben den Gewinnen aus diesem Geschäft auch solche durch fristeninkongruente Refinanzierung erzielen. Dieses Element des Geschäftsmodells

war umso profitabler, als der Pfandbrief in den 1990er Jahren durch die Entwicklung des ‚Jumbo‘-Marktes von Grossemmissionen – anfangs 500 Mio DM und rasch ansteigend auf 1 Mrd. Euro – dem Staatskreditmarkt bei institutionellen und vor allem internationalen Investoren ernsthafte Konkurrenz machte, was zu extrem niedrigen Finanzierungskosten führte. Es war jedoch auch der Beginn einer starken Orientierung der Emittenten auf die Erzielung möglichst grosser Bondvolumen, die in den faktischen Zusammenbruch des Pfandbriefsystems 2008 mündete.<sup>1</sup>

## Einmal Irland und zurück – Dr. Jekyll und Mr. Hyde der deutschen Bankenaufsicht

Gegen Ende der 90er Jahre hatte der Zinskonvergenzprozess bereits deutliche Spuren in der Profitabilität des Bondversicherungsteils des Geschäftsmodells hinterlassen. Die öffentlichen Pfandbriefemittenten, damals allesamt spezialisierte Hypothekenbanken, begannen folglich, höhere Fristentransformationsrisiken zu nehmen. Diese Praxis unterband jedoch die deutsche Bankenaufsicht 1998 in vorbildlicher Art und Weise durch das ‚Gentleman’s Agreement‘, das den Hypothekenbanken in Deutschland fortan Fristenmatching vorschrieb.

Ohne diese Gewinnquelle, und mit weiter fallenden Zinsdifferenzen war das Ergebnis 2001 die Aufspaltung der Depfa in die Aareal Bank (Wiesbaden) mit Fokus auf den Immobilienkredit, in dem die Zinsmargen noch als auskömmlich angesehen wurden, und Depfa Bank plc (Dublin). Das öffentliche Pfandbriefgeschäft wurde somit nach Irland ausgelagert, wo nicht nur die Unternehmenssteuern niedriger waren, sondern auch Unerfahrenheit oder Indifferenz irischer Regulierer eine Fortführung der soeben in Deutschland untersagten hohen Fristentransformationsrisiken ermöglichten. Mit dem irischen Liberalisierungsschub – das Management sprach von einer faktischen Neugründung - engagierte sich die dorthin verlagerte Depfa auch stark im risikoreichen Derivategeschäft mit öffentlichen Kunden sowie im Eigenhandel und trieb Mitte der 2000er Jahre sogar den Eintritt in den amerikanischen Bondversicherungsmarkt voran.

**Abbildung 1 Vergleich von Margen, Kapitalausstattung und Renditeindikatoren von Staatskreditfinanzierern in Europa 2003**

2003 (%)	DEPFA	Dexia Crédit Local	Kommunalkredit Austria	Banco Credito Local
Net Interest Margin	0.22	0.57	0.41	0.80
Cost/Income Ratio	25.00	29.45	46.23	6.64
Pre-Prov Operating Profits/Assets (Av.)	0.30	0.66	0.33	0.81
Operating Profit/Assets (Av.)	0.30	0.63	0.32	0.81
ROA	0.24	0.41	0.31	0.50
ROE	30.01	13.96	20.12	21.53
Tier 1 Ratio	12.70	8.35	6.80	11.60
Equity/Assets	0.81	2.91	1.44	2.36
Total Equity (EURbn)	1,401.0	5,061.0	140.7	269.4
Total Assets (EURbn)	173,965.0	174,164.0	9,755.8	11,492.2

Source: Annual report of the above banks, information reclassified by Fitch

Quelle: FitchRatings (2004).

<sup>1</sup> Vgl. Dübel (2010a) zum gesamten deutschen Pfandbriefsystem.

Eigenkapital hielt die Depfa für ihr Geschäft in Irland so gut wie keines vor. Angesichts von Nullgewichtung von Staatskrediten im EEA-Raum lag der Hebel der spezialisierten Staatsfinanzierer allgemein jenseits der 40. Bei der Depfa betrug er im Jahr 2003 125 und befand sich damit im Bereich der am höchsten gehebelten Finanzinstitute weltweit, z.B. der amerikanischen Bondversicherer Fannie Mae und Freddie Mac (um 140). Die ebenso grosse belgisch-französische Dexia Crédit Local hielt fast das vierfache an Eigenkapital. Ein extremer Hebel angewendet auf ein Portfolio mit hoher Fristeninkongruenz – im Fachjargon ein hoher ‚leverage-adjusted duration gap‘ - erklärt, warum die Bank nach der in Abbildung 1 vorgestellten Analyse von FitchRatings mit den geringsten Margen im Staatskreditgeschäft die höchste Eigenkapitalrendite unter vergleichbaren Instituten erzielen konnte.<sup>2</sup> Der von der Deutschen Bank stammende Depfa-Chef Bruckermann liess sich und sein Management auf der Basis dieses Modells mit Aktienoptionen im Wert dreistelliger Millionenbeträge entlohnen.

Um diese rechtzeitig in Cash umzuwandeln – denn ein hoher ‚leverage-adjusted duration gap‘ bedeutet gleichzeitig ein extremes Insolvenzrisiko, das bei veränderten Zinsbedingungen rasch realisiert wird - wurde die Bank seit 2006 zum Verkauf angeboten. Dieses Angebot stiess aber selbst bei den nicht als risikoavers bekannten Londoner Hedge Funds auf wenig Interesse.

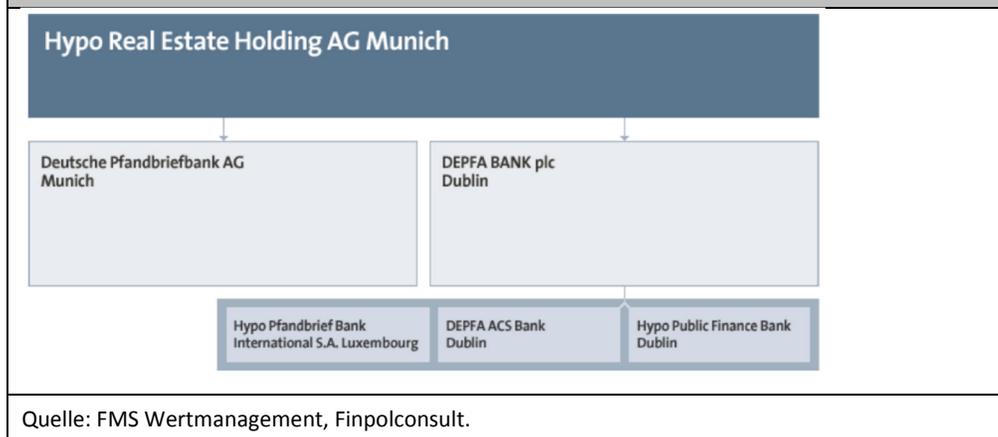
Warum die deutsche Aufsicht Mitte 2007 dem Kauf durch die Münchener Hypo Real Estate (HRE) Gruppe zustimmte und die Transaktion selbst nach Ausbruch der Subprime-Krise mit ihren sofortigen Auswirkungen auf den Pfandbriefmarkt nicht unterband, bleibt rätselhaft. Zwar war das Interesse des Managements der HRE, die weiterhin auf hohe Pfandbriefvolumen setzte und die sich anbahnende Krise negierte, klar: das Ziel war es, den grössten deutschen Pfandbriefemittenten Eurohypo, der über seine Luxemburger Tochter stark im Staatskreditgeschäft war, zu überholen. Angesichts ihrer eigenen Rolle bei der Vertreibung des Staatskreditgeschäftes aus Deutschland und der bekannten Praktiken bei der irischen Depfa hätte die deutsche Aufsicht aber das Ansinnen der HRE ablehnen müssen.

In zunehmender Sorge um das Hypothekarkreditgeschäft mag sie, wie die Ratingagenturen damals, auf einen Diversifizierungseffekt – die HRE war weitgehend im Immobiliengeschäft aktiv – sowie auf die Mobilisierungsmöglichkeiten der Staatskredite der Depfa als Sachsicherheiten für die Interbankenrefinanzierung der neu gebildeten HRE-Gruppe insgesamt gesetzt haben. Diese Rechnung ging spätestens mit der europäischen Staatsschuldenkrise seit Anfang 2010 – die Depfa war dort und insbesondere in Griechenland hoch investiert - nicht mehr auf.

---

<sup>2</sup> Vgl. FitchRatings (2004).

**Abbildung 2 Organisationsstruktur der Hypo Real Estate Holding und Depfa Bank PLC nach der Übernahme 2007**



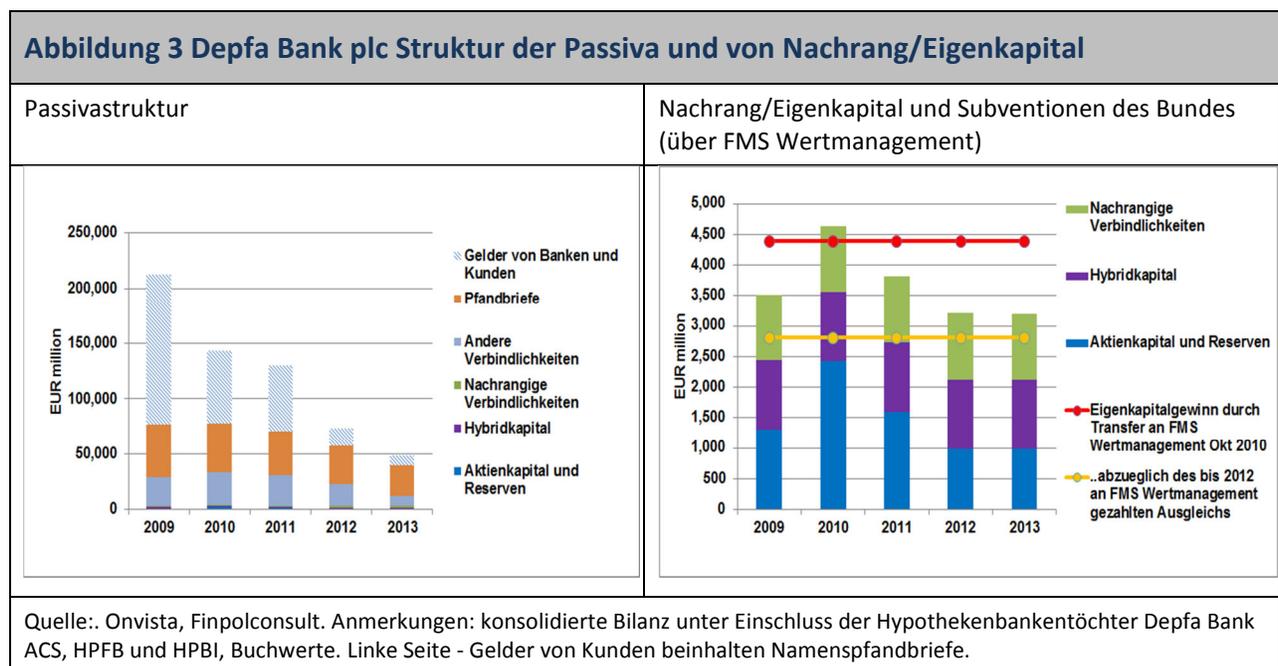
### Schonung des Nachrangkapitals bei der Gründung der Bad Bank 2010

Vorher jedoch schon schlugen Pfandbriefkrise, hohe Fristeninkongruenzen und niedrige Kapitalquote zu. Zwischen dem Ausbruch der Subprime-Krise im Juli 2007 und der Lehman-Krise im Oktober 2008 verkürzte die HRE-Gruppe wegen der Probleme am Pfandbriefmarkt auch deren Laufzeiten und finanzierte ihre riesigen ungesicherten kurzfristigen Verbindlichkeiten zunehmend über Schuldscheine informell bei vorwiegend Frankfurter und Münchener institutionellen Adressen. Die übernommene Depfa spielte hier mit ihren grossen zu überrollenden Volumen die entscheidende Rolle. Nach den Protokollen des Hypo Real Estate-Untersuchungsausschusses des Deutschen Bundestages zu urteilen empfand die deutsche Bankenaufsicht diese Situation offenbar bis zuletzt als Normalzustand und sah keinen Interventionsgrund.<sup>3</sup>

Nach Lehman wurde die HRE-Gruppe und damit die irische Depfa bis Ende 2009 in einem aufsehenerregenden politischen und finanzmarkttechnisch innovativen Prozess durch Kapitalerhöhung und Abfindung der Minderheitenaktionäre verstaatlicht. Dabei flossen auf die HRE-Gruppe insgesamt gerechnet 300 Mio. Euro an Bargeld an die Altaktionäre, wovon nach Buchwerten von 2009 etwas mehr als ein Drittel auf die Eigenkapitalposition der Depfa entfiel. Infolge der öffentlichen Diskussion über eine Insolvenz im Herbst 2008 kappte die amerikanische Zentralbank zudem die Kreditlinien an die gesamte HRE Gruppe, sodass insbesondere das umfangreiche USD-Portfolio der Depfa nur noch mit Hilfe von Garantien des Bundes zu refinanzieren war. Auch im Euro-Markt waren umfangreiche Liquiditätsstützungen des Bundes notwendig.

<sup>3</sup> Vgl. <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/140/1614000.pdf>, S. 50-100.

Zum Zeitpunkt der Verstaatlichung auf dem Höhepunkt der US-Hypothekarkreditmarktkrise bezogen sich die im zweistelligen Milliardenbereich gehandelten Verlustannahmen bei der HRE-Gruppe ausschliesslich auf das Immobiliengeschäft. Im Frühjahr 2010 geriet jedoch der europäische Staatskredit in den Fokus. Bereits Anfang Juli 2010 – ein Antrag dazu lag seit dem Januar vor - wurde beschlossen beim umfangreichen Transfer von Aktiva der Depfa an die zu gründende Bad Bank der HRE, FMS Wertmanagement, auch das gesamte Griechenland-Exposure zu übertragen. Der Zeitpunkt der Entscheidung durch den Bund ist insofern pikant, als er fast ein volles Jahr vor den ersten halboffiziellen Vorschlägen zu einem griechischen Schuldenschnitt liegt (vorgetragen vom französischen Bankenverband im Juni 2011). Auch nahm die Depfa bereits vor der Übertragung im Oktober 2010 umfangreiche Wertberichtigungen auf ihr Portfolio vor und war zu ihrem Zeitpunkt dramatisch unterkapitalisiert.



Die Bedingungen der Übertragung der Aktiva der Depfa an die FMS Wertmanagement sind ein klassisches Beispiel für die hohe Subventionsanfälligkeit des Bad-Bank-Konzeptes, insbesondere in Gegenwart eines solventen Subventionsgebers wie der Bundesrepublik Deutschland. Der Bund in Gestalt seiner Bad Bank FMS Wertmanagement übernahm bei der Transaktion das Kreditrisiko der Depfa für insgesamt 132 Mrd. Euro Kredite und Bonds. Depfa erhielt im Gegenzug jedoch Kompensationsforderungen von 136 Mrd. Euro. D.h. der Bund überzahlte den Buchwert des Portfolios. Depfa verbuchte daraus 2010 einen Eigenkapitalzuwachs von 4,4 Mrd. Euro.<sup>4</sup> Die Graphik auf der rechten Seite von Abbildung 3 setzt diese Zahl zum Volumen von Eigenkapital und Nachrang der Depfa ins Verhältnis.

<sup>4</sup> Vgl. Depfa Bank plc, Annual Report 2010, S. 62 oben.

Die Transaktion erzeugte somit den klassischen Aktivtausch bei Einrichtung einer Bad Bank, allerdings zu ungewöhnlich günstigen Konditionen für deren Aktionär Bund und vor allem seine privaten Gläubiger bei der Depfa. Warum der Bund den Buchwert so stark überzahlt ist nicht bekannt. Die EU-Kommission benannte dieses Verhalten auf die HRE-Gruppe insgesamt bezogen mit scharfen Worten als unerlaubte Beihilfe<sup>5</sup>, die nur bei massiver Schrumpfung der Bank und Ausstieg aus dem Neukreditgeschäft geduldet wurde. Diese wurde, wie die linke Seite der Abbildung 3 zeigt, bis 2013 umgesetzt.

Die FMS Wertmanagement hat aus den Übertragungen der HRE-Gruppe, die oft zum Nennwert der Aktiva oder ohne wesentliche Abschläge stattfanden, in der Folge bekanntlich hohe zweistellige Milliardenverluste erlitten. 2010 und 2011 zusammengenommen beliefen sie sich auf 13 Milliarden Euro. Von den 10,8 Mrd. Euro Griechenland-Exposure, die FMS Wertmanagement am 1. Oktober 2010 für sich verbuchte, stammten etwa 6 Mrd. Euro von der Depfa Bank plc bzw. ihren Pfandbriefemittententöchtern. Die aus dieser Position entstehenden Verluste könnten sich im Bereich von 4 Mrd. Euro bewegen.

Ob die spätestens seit Ende 2011 feststehenden Verluste aus dem Griechenlandportfolio mit der o.a. Überzahlung des transferierten Portfolios im Oktober 2010 als Subvention kumulieren, hängt von den konkreten Übertragungswerten des Portfolios an die FMS Wertmanagement ab, die nicht veröffentlicht sind. Im Extremfall könnte sich der Vermögenstransfer des Bundes an die Depfa vom Oktober 2010 durch die Übertragungen im Bereich von 7-8 Mrd. Euro bewegen. Diese Zahl korrespondiert gut mit von der EU-Kommission auf die HRE-Gruppe insgesamt bezogen berechneten Subventionen von 16,2 Mrd. Euro.<sup>6</sup> Allerdings sind auch die Zahlen der Kommission nicht im Detail belegt. Abbildung 3 berücksichtigt sicherheitshalber nur den unmittelbar 2010 verbuchten Übertragungsgewinn.

Bei einer Übertragung nach Paragraph 8a) des deutschen Bad-Bank-Gesetzes (Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz, FMStFG), wie im Falle Depfa geschehen, lässt sich die Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung FMSA (auch: SoFFin) als Eigentümerin der FMS Wertmanagement das Recht einräumen, Verlustausgleichszahlungen zu den Übertragungen nachzufordern. Unter dem Druck der Beihilfeentscheidung der EU-Kommission wurde im Juli 2011 eine Nachforderung von 1,6 Mrd. Euro durchgesetzt, die bis März 2012 von der Depfa in drei Tranchen an die FMS gezahlt wurde. Saldiert man nur den 2010 von der FMS bilanzierten Übertragungsgewinn und die 2011 und 2012 erfolgten Zahlungen an die FMS, so erhielt die Depfa immer noch eine Eigenkapitalzufuhr von 2,8 Mrd. Euro. Je nach Umfang der Antizipierung der Kosten des griechi-

---

<sup>5</sup> Vgl. Buder et. al. (2011): "An assessment of the bad bank transfer revealed an a priori incompatible aid amount of more than EUR 15 billion, which according to the Impaired Asset Communication (12) ought to be recovered or clawed back over time. Although certain clauses allowing for contingent payments and profit skimming have been introduced, PBB was not able to provide for full recovery."

<sup>6</sup> Vgl. Text der Beihilfeentscheidung von 2011, S. 21  
[http://ec.europa.eu/competition/state\\_aid/cases/231241/231241\\_1279613\\_551\\_2.pdf](http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/231241/231241_1279613_551_2.pdf)

schen Schuldenschnitts bei der Übertragung könnte sie aber auch in der Größenordnung von 6 Mrd. Euro liegen.

Für den deutschen Steuerzahler von Interesse ist die Frage, warum nicht - spätestens nach Bekanntwerden der Griechenland-Verluste Ende 2011, aber ggf. auch schon vorher - ein höherer Verlustausgleich durch die FMS Wertmanagement nachgefordert wurde. Die Beschränkung der Nachzahlungen auf 1,6 Mrd. Euro scheint auf Druck der irischen Aufsicht zustande gekommen zu sein, die für die von Deutschland favorisierte Fortführung der Depfa Bank bis zur Privatisierung eine ausreichende Kapitalausstattung forderte. In der Tat führten die Nachforderungen der FMS Wertmanagement lediglich die Buchwerte für Aktienkapital und Reserven der Depfa wieder auf das Niveau von vor der Übertragung zurück und bauten die Eigenkapitalquote unter dem Druck strikterer Regulierungen aus.<sup>7</sup>

Eine gewichtige Rolle spielte aber wohl auch, dass sich der Bund selbst durch den Paragraphen 8a) des FMStFG weitergehender Möglichkeiten beraubt hatte. Denn dieser begrenzte die Verlustausgleichspflicht für eine bundesrechtliche Bad Bank, wie die FMS Wertmanagement, auf die Ausschüttungen an die Anteilseigner der Depfa, nach der HRE-Übernahme ebenso der Bund. Entstanden war diese Begrenzung wohl exakt aus der Intention einer *Verhinderung* von Gläubigerbeteiligung mit dem Ziel der Schonung des deutschen Marktes für Nachrangkapital, der vor allem den politisch wichtigen Landesbanken diente.<sup>8</sup> Bei Depfa begünstigte er nun sicherlich für die zukünftige Entwicklung der Landesbanken nicht relevante Gläubigergruppen.

Mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit wären Alternativstrategien wie dasjenige eines Schuldenschnitts oder einer Abwicklung der Depfa Bank bei voller Durchsetzung der Restforderungen der FMS Wertmanagement für den deutschen Steuerzahler kostengünstiger gewesen. Die in Dübel (2013) für die HRE Gruppe gemachten Überlegungen lassen sich im verkleinerten Massstab auf die Depfa anwenden:

- Wie Abbildung 3 oben zeigt übersteigen schon die 2,8 Mrd Euro unterlassenen Nachforderungen auf das überzahlte Portfolio, dh. ohne Berücksichtigung möglicher höherer Griechenlandverluste, das von der HRE Gruppe und damit vom Bund gehaltene Eigenkapital in der Depfa um 1,8 Mrd. Euro.

---

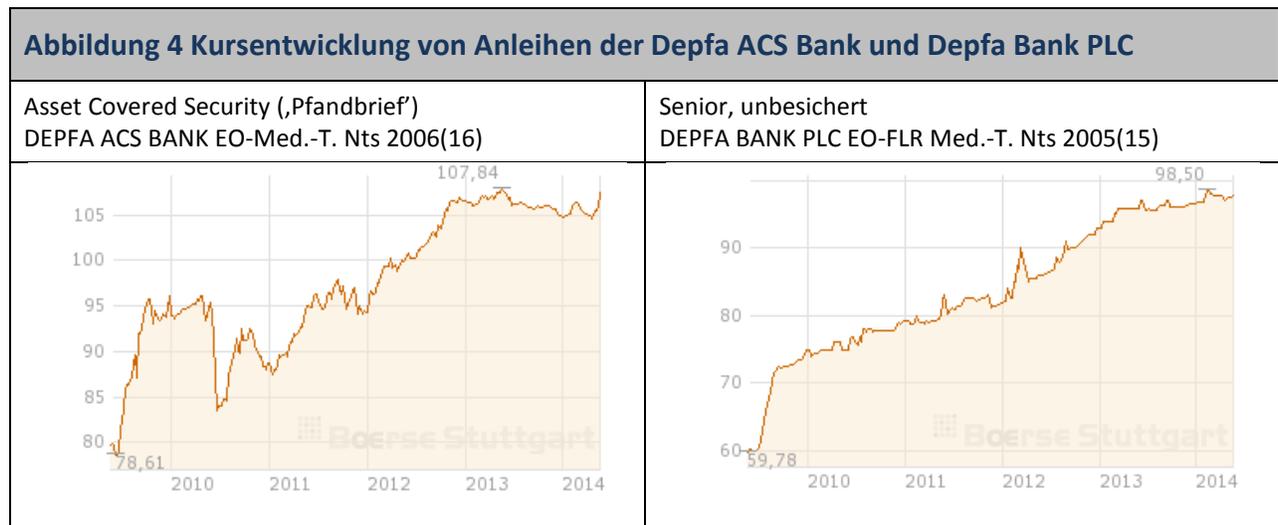
<sup>7</sup> Wegen der Bilanzverkürzungen durch Übertragungen, Verkäufe und Fälligkeiten von Aktiva stieg die Eigenkapitalquote (Leverage Ratio) auf 2012 3%, 2013 sogar über 4% ausgebaut. Ende 2009 betrug sie noch knapp über 1%.

<sup>8</sup> Dübel (2010b) belegt für eine Reihe von Landesbanken, dass die Rettung selbst von regulatorisch dem Eigenkapital zuzuordnenden Hybridkapital und nachrangigen Verbindlichkeiten um 2009 und 2010 zur Standardpraxis der deutschen Bankenrettungspolitik gehörte. Das formale Argument bei Hybridkapital war die rechtliche Zuordnung zum Fremdkapital mit Zuschreibungspflichten nach Kapitalherabsetzungen. Es wurde lediglich 2009 ein Couponverbot durch die EU-Kommission für Hybridkapital (Tier 1) in Beihilfefällen, wie denjenigen der HRE, durchgesetzt. Dieses gilt im Übrigen bis heute nicht für nachrangige Verbindlichkeiten (Lower Tier 2).

- Bei einer Durchsetzung der Nachforderungen hätte folglich das gesamte Hybridkapital (Tier 1) von 1,1 Mrd. Euro, sowie den grössten Teil der nachrangigen Verbindlichkeiten (Lower Tier 2) von 1,1 Mrd. Euro, durch geeignete Massnahmen beschnitten werden können.

Entsprechend der Unterlassung des Bundes, dieses zu tun, nahm die Kursentwicklung dieser Finanzierungsparten bis heute eine stürmische Entwicklung (vgl. Abbildung 4 unten, untere Reihe).

Dass es auch anders geht, hatte Depfa's Regulierer, die Republik Irland, 2010 selbst gezeigt. Bei der Anglo Irish Bank hatte der irische Staat mit der Drohkulisse von Notfallgesetzen bei den Investoren eine niedrige Abfindung von Hybridkapital mit 5c/Euro und von Nachranganleihen mit 20c/Euro durchgesetzt.<sup>9</sup> Lediglich die unbesicherten vorrangigen Bondpositionen wurden angesichts der parallelen massiven politischen Interventionen im Fall Anglo Irish Bank durch Deutschland, Frankreich und die USA als relativ sicher angenommen und stiegen unmittelbar im Kurs an.



<sup>9</sup> Vgl. Dübel (2013), Seite 6.

Nachranganleihe DEPFA BANK PLC EO-FLR Med.-T. Nts 2005(10/15)	Hybridanleihe DEPFA Funding IV L.P. EO-FLR Pref.Secs 2007(17/Und.)
	
Quelle: Börse Stuttgart. <a href="https://www.boerse-stuttgart.de/">https://www.boerse-stuttgart.de/</a>	

Lässt man die im Fall Depfa unsinnige Selbstbeschränkung des Paragraphen 8a) des deutschen FMStFG ausser Acht, so sollte angenommen werden können, dass dem Bund bei der schliesslich formal irischen Depfa Bank dieselben Mittel zur Beteiligung der Gläubiger per Kapitalschnitt zur Verfügung standen wie dem irischen Staat. Nach den dort unter dem Druck von ersten Gesetzesänderungen 2010 erreichten Abfindungsquoten hätten im Fall Depfa zu diesem Zeitpunkt von 2,2 Mrd. Euro Nachrangkapital 1,9 Mrd. Euro an Gläubigerbeteiligung erwirtschaftet werden können. Die Investoren in den entsprechenden Depfa-Papieren gingen, wie die in Abbildung 4 gezeigte Kursentwicklung belegt, noch bis ins Jahr 2012 von einer ähnlichen Aktion des Bundes bei Depfa wie derjenigen Irlands bei Anglo Irish Bank aus.<sup>10</sup>

Stattdessen versuchte der Bund, über freiwillige Rückkäufe die Verluste zu minimieren. Der Erfolg dieser Massnahmen war ohne ausreichende Druckkulisse aufgrund der hausgemachten Beschränkungen durch das FMStFG begrenzt: etwa 1 Mrd. Euro an Pfandbriefen wurde Ende 2010 und Anfang 2011 für einen Buchgewinn von rd. 100 Mio Euro zurückgekauft. Depfa Bank plc versuchte später, im November 2012, das gesamte Hybridkapital zu 30c/Euro zurückzukaufen. Dieser Antrag wurde jedoch von den Investoren abgelehnt. Dies geschah vor allem vor dem Hintergrund des mit der letzten Zahlung im März 2012 abgeschlossenen Verlustausgleichs und in der Hoffnung auf baldige Privatisierung und damit ein mögliches Wiederaufleben der Coupzahlungen. Zu diesem Zeitpunkt waren bereits verstärkt Hedge Fonds in die Hybridkapitalpapiere investiert.

<sup>10</sup> Der Bund hat bisher keine Einzelheiten zu den Verlustausgleichsklauseln der Übertragung von 2010 bekanntgegeben. Angesichts des zum Übertragungszeitpunkt Oktober 2010 beschleunigten Kursverfalls von griechischen Staatsbonds ist davon auszugehen, dass dieses Portfolio direkt von solchen Klauseln betroffen ist.

Alternativ zu einem mehr oder weniger unfreiwilligen Kapitalschnitt wäre auch eine frühzeitige Abwicklung der Depfa als die erst 2014 beschlossene möglich gewesen. Im Fall der Nicht-Fortführung des Bankgeschäftes hätte der Paragraph 8a) des FMStFG die hohen bei der Übertragung 2010 an die Depfa geleisteten Subventionen sogar formal untersagt. Eine Abwicklung unmittelbar nach der Übertragung hätte auf der Basis höheren Verlustausgleichs spätestens Ende 2011 durchgeführt werden können. Ab Oktober dieses Jahres, als Klarheit über die Griechenland-Verluste herrschte, war das irische Special Resolution Regime<sup>11</sup> in Kraft, mit dessen Hilfe die irische Zentralbank die Abwicklung der Depfa ausserhalb einer Insolvenz hätte anordnen können. Der Widerstand der irischen Aufsicht, die mit diesem Regime im Februar 2013 in einer Nacht-und-Nebel-Aktion den Nachfolger der Anglo Irish, IBRC, abwickelte und die die Depfa ohnehin nicht zu ihrem Haftungskreis zählte, hätte sich in Grenzen gehalten.

Was fehlte, war der politische Wille, im Falle einer ‚deutschen‘ Bank die in Irland verfügbaren rechtlichen Mittel einzusetzen, Fehler in der eigenen heimischen Gesetzeslage zu korrigieren und ein Mindestniveau von Gläubigerbeteiligung durchzusetzen.

Zur Erlangung der o.a. 1,8 Mrd Euro Gläubigerbeteiligung hätte der deutsche Finanzminister eine vollständige Herabsetzung des von ihm über die HRE-Gruppe gehaltenen Eigenkapitals bei der Depfa Bank in Kauf nehmen müssen, was eine erneute Rekapitalisierung der Gruppe zur Folge gehabt hätte. Dies wiederum hätte die bei weitem zu risikoreiche und teure Verstaatlichungsstrategie des Jahres 2009 offen gelegt, bei der der Bund als Aktionär dort in die unterste mögliche Risikoposition eingestiegen war. In parallelen Fällen in den USA (Fannie/Freddie), Dänemark (Amagerbanken) oder den Niederlanden (SNS Reaal) war der Staat hingegen schon zu diesem Zeitpunkt der Krise nur als Senior-Hybridkapitalgeber aufgetreten, dh. hatte zumindest das bestehende Hybridkapital untergeordnet.<sup>12</sup>

Bei einer Fortführung von Teilen der Depfa aus der Abwicklung bzw. nach vollzogenem Kapitalschnitt heraus hätte der Bundesfinanzminister – sieht man von der Möglichkeit von Schulden-Eigenkapitaltausch und sofortigem Verkauf an Dritte ab - neue Gelder für eine Brückenbank bereitstellen müssen. Auch dazu wäre eine öffentliche Debatte für den Bundesfinanzminister vorprogrammiert gewesen. Beide Fragen werfen jedoch bei Licht betrachtet eher politische als materielle Probleme auf und hätten den Gewinn für den Bund aus Gläubigerbeteiligung nicht reduziert.

---

<sup>11</sup> The Central Bank and Credit Institutions (Resolution) Act 2011.

<sup>12</sup> Auch hier kam es bei den genannten europäischen Fällen, wie Dübel (2013) zeigt, zu Verlusten des Staates. Die Senior Hybrid-Position des amerikanischen Staates liegt im Gegensatz dazu 2014 im Gewinn, ein Ergebnis der profitablen Fortführung des Geschäftes von Fannie Mae und Freddie Mac.

## Der Schlusstrich – verspätete Abwicklung in Eigenregie

Gegenüber den durch die unterlassene rechtzeitige Gläubigerbeteiligung wenigstens des Nachrangs entstandenen Schäden im Bereich der o.a. 1,8 Mrd. Euro liegt der im Mai 2014 in Frage stehende mögliche Verlust durch die Beendigung des Verkaufsprozesses um den Faktor zehn niedriger. Am 14. Mai 2014 entschied die Bundesregierung, das bislang höchste Angebot für die Bank von 320 Mio. Euro abzulehnen.<sup>13</sup> Die HRE Gruppe, selbst, hatte laut Presseberichten den Barwert einer Abwicklung in Eigenregie auf lediglich 144 Mio. Euro geschätzt.<sup>14</sup> Warum könnte die Abwicklung in Eigenregie trotzdem günstiger sein?

Zunächst impliziert auch ein Verkauf der Depfa an Finanzinvestoren aus heutiger Sicht wahrscheinlich Abwicklung - mit einem gewissen Zeitabstand, um die Zustimmung des irischen Regulierers zur Übernahme nicht zu gefährden. Das Staatskreditmodell der Depfa ist faktisch tot: es wird durch den Leverage Ratio - per 2018 muss das Eigenkapital mindestens 3% der Bilanzsumme einer Bank betragen - bedroht, das Einpacken von Bonds in Pfandbriefe verspricht nur noch niedrige Margen und auch die irische Aufsicht legt inzwischen Wert auf geringere Fristentransformationsrisiken. Zudem verlor die Bank 2013 einen Teil des Servicingauftrags mit FMS Wertmanagement sowie durch EU-Auflage deren Finanzierung und damit Möglichkeiten der Kreuzsubventionierung ihrer hohen Fixkosten.

Entscheidend für die Bewertung der Handlungsalternativen sind demnach die verbliebenen Aktivrisiken, die Möglichkeiten der Hebung stiller Reserven v.a. auf der Passivseite, die Finanzierungskosten einer Abwicklung, und die operativen Kosten. Über diesen Faktoren schwebt der Zeitraum bis zur Abwicklung als zentrale Determinante des Barwertes. Dieser könnte bei Eigenregie des Bundes aufgrund der geringeren Kapitalkosten deutlich länger ausfallen als beim Verkauf an einen privaten Investor.

Die Aktivrisiken der Depfa Bank wurden durch die Übertragungen des Jahres 2010 begrenzt, könnten aber immer noch erheblich sein. Das Portfolio ist neben Deutschland in Italien, Spanien, Frankreich, Niederlande, Österreich und USA konzentriert. Zwar haben sich die Ratings und Marktpreise für die „Peripherie“-schuldner insgesamt verbessert. Zwei Drittel der Kredite und Bonds der Depfa ACS sind aber an Regionalregierungen und an öffentliche Unternehmen vergeben, vgl. Abbildung 7. Die impliziten Staatsgarantien dieser Kreditnehmer durch den Zentral-

---

<sup>13</sup> Anlass des Verkaufsprozesses war die EU-Beihilfeauflage vom Juli 2011 zum Verkauf der Depfa Bank PLC und ihrer drei untergeordneten Spezialbanken (vgl. Abbildung 1) bis Ende 2014, alternativ der Abwicklung der Bank(en). Die Spezialbanken sind Pfandbriefemittenten an den Standorten Dublin (Depfa ACS, HPFB) und Luxemburg (HPBI). Ebenso ist der Verkauf der Deutschen Pfandbriefbank (PBB), der einzigen Bank im Konzern mit der Erlaubnis zum Neugeschäft, bis Ende 2015 mandatiert.

<sup>14</sup> Zitiert in: „Verkauf der Depfa platzt - die Politik jubelt“, Reuters Deutschland vom 14. Mai 2014, <http://de.reuters.com/article/domesticNews/idDEKBN0DU1BF20140514>

staat sind in der Krise zwar bisher stets realisiert worden, sind jedoch rechtlich keineswegs sicher. Fraglich ist deshalb, ob die Ratings bei einigen dieser Kreditnehmer- die Ratingagenturen haben in der Vergangenheit implizite Staatsgarantien bei diesen Kreditnehmern stets hoch bewertet -, nicht überhöht sind.

**Abbildung 5 Depfa ACS – Kontrahenten des Pfandbriefdeckungsstocks per 31.3.2014**

Land	Volumen EUR million	Kreditnehmer				
		Zentralstaat	Regional Kommunal	/ Oeff. Unternehmen	Strukturiert	Andere
Deutschland	6677		33.8%	65.8%		0.4%
USA	4678	9.0%	16.2%	4.1%	70.7%	0.0%
Spanien	2544	5.9%	22.8%	71.2%		0.1%
Belgien	1637	85.5%	9.8%	4.7%		0.0%
Niederlande	1231			87.5%	10.7%	1.8%
Frankreich	809		46.3%	53.7%		0.0%
Oesterreich	643	1.9%		85.7%		12.4%
Italien	557	26.0%		74.0%		0.0%
Kanada	538		89.9%	10.0%		0.1%
Slowenien	497	100.0%				0.0%
Polen	471	99.6%				0.4%
Andere	1518					

Quelle: Depfa, Finpolconsult.

Die Cash Flows der Deckungsaktiva könnten ebenfalls risikobehaftet sein. Ein Teil der öffentlichen Finanzierungen scheinen extrem langfristig und vorfällig kündbar zu sein. Es ist auch unklar, ob die nicht auf Sicherung ausgerichteten Derivate der Boomjahre der 2000er abgearbeitet und die bestehenden Positionen tatsächlich nur noch auf das Micro-Hedging von Zins- und Währungsrisiken der Deckungsstöcke ausgerichtet sind. Im Geschäftsbericht von 2013 werden z.B. bei der Gruppe noch 6 Mrd Euro an ‚stand-alone‘-Derivativen aufgeführt.

Das von der HRE Gruppe nach einem Pressebericht für einen Verkauf vorgebrachte Argument von Bewertungsschwankungen der Aktiva ist vor diesem Hintergrund nachvollziehbar. Diese betreffen aber beide Seiten – Bund und private Käufer – und sollten in den Angebotspreisen bzw. vorgeschlagenen Nebenabreden widerspiegelt sein. Die im Verkaufsprozess bereits ausgehandelten Bewertungen sollen laut einer Mitteilung der Depfa bei Abwicklung in Eigenregie übernommen werden, um eine möglicherweise teure Neubewertung durch Wirtschaftsprüfer bei dem dann wahrscheinlichen Asset Deal mit der FMS Wertmanagement zu vermeiden.

Ausschlaggebend für die Abwicklung in Eigenregie könnte deshalb vor allem die einfachere Hebung stiller Reserven auf der Passivseite sein und hier vor allem beim Hybridkapital. Diese Position hat ein ausstehendes Volumen von 1,13 Mrd. Euro und wird bis zur Abwicklung mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht mehr mit Zinscoupons bedient. Folglich bestimmt wie bei jedem Zero Coupon Bond der zeitliche Abstand bis zur Abwicklung der Bank und Rückzahlung zu pari ihren Wert. Ein potentieller Käufer hatte den Investoren bereits ein Rückkaufangebot um die 60c/Euro in Aussicht gestellt. Ebenso stützend wirkte der allgemein grössere Zeitdruck eines

privaten Käufers bis zur Abwicklung im Vergleich zum Bund, sowie im alternativen Fall der Nichtabwicklung sein Interesse am Wiederaufleben von Dividendenzahlungen. Das Ergebnis des Abbruchs des Verkaufs war folglich ein hoher Kursverlust der Hybride im Bereich von 10-15c/Euro in wenigen Tagen, oder bezogen auf den Nennwert 113-165 Mio Euro, der der Handlungsalternative Abwicklung in Eigenregie zuzuschreiben ist. Der Bund könnte auf dieser Basis einen erneuten Rückkaufversuch starten, diesmal erfolgsversprechender mit dem Druckmittel der Verzögerung der Abwicklung, und damit höhere Gewinne als ein privater Investor heben.

Stützend für die Entscheidung Eigenregie ist auch der Kurssprung der Pfandbriefe der Depfa-Hypothekenbankentöchter in Reaktion auf den Stop des Verkaufs seit Anfang Mai, der eine Senkung der Finanzierungskosten im Bereich mittleren Laufzeitbereich von 100 Basispunkten anzeigt. Laut Stress Test gewinnt etwa die Depfa ACS bei Zinssenkung (Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurve) von 100 Basispunkten um 50 Mio an Barwert. Die bestehenden Inkongruenzen sind nach Angaben der ACS zwar klein, können aber nun günstiger finanziert werden. Einer der stützenden Faktoren für die Pfandbriefkurse ist die mit der Nichtveräußerung weniger wahrscheinlich gewordene private Abwicklung der Hypothekenbankentöchter bzw. Pfandbriefdeckungen. Derartige Abwicklungen wurden in der Praxis bisher in Europa stets durch den Staat durchgeführt, eine private Abwicklung unter der darin unerfahrenen irischen Aufsicht wäre ein Novum.

Die wahrscheinlich deutlichen Differenzen der Finanzierungskosten zwischen privaten Investoren und dem Bund verbessern auch die Finanzierung der übrigen Aktiva ausserhalb der Pfandbriefdeckungen. Auch entfällt beim einem neuerlichen Asset Deal der Depfa Bank mit FMS Wertmanagement der bei einem Share Deal treibende Faktor einer hohen Eigenkapitalrendite. Möglicherweise war diese der treibende Faktor hinter dem niedrigen Barwert, den die HRE-Gruppe für den Abwicklungsfall angibt.

Operative Fragen der Abwicklung sind schliesslich zu bewerten und gegenzurechnen. Dazu gehören mögliche IT-Investitionskosten und Personalkosten, die Frage der Integration unter dem Dach der FMS Wertmanagement sowie der Zeitraum der Abwicklung. Die FMS Wertmanagement hat seit Oktober 2013 eine eigene Servicinggesellschaft aufgebaut, um die bisher von der Deutschen Pfandbriefbank PBB und von Depfa Bank plc per Servicingvertrag bearbeiteten Exposures in Zukunft selbst bearbeiten zu können. Jedoch sind die IT-Plattformen der Depfa und FMS nicht vollständig kompatibel. Inwieweit die Risiken sehr langfristiger Servicingkosten bei sehr langfristigen Aktiva tatsächlich auf den privaten Käufer per Vertrag abgewälzt werden können ist fraglich. Es ist auch deshalb kaum anzunehmen, dass die im irischen ACS-Gesetz sowie im deutschen Pfandbriefgesetz angelegte Abwicklung durch Treuhänder ohne staatliche Stützungen auskommen würde. Dafür ist die Existenz der FMS Wertmanagement selbst der beste Beleg.

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass eine echte Übertragung der ‚Tail-,Risiken bei Servicingkosten und Aktivawerten auf private Käufer fraglich ist und die sonstigen Risiken im Angebotspreis reflektiert sein sollten. Zudem baut der Bund eigene Bad-Bank-Servicingkapazitäten auf, dh. FMS Wertmanagement wird wahrscheinlich zur Dauereinrichtung. Unter diesen Umständen er-

scheint aufgrund der besseren Finanzierungsbedingungen und des Hebungspotentials der stillen Reserven eine Höherbewertung bei Abwicklung in Eigenregie über den gebotenen letzten Kaufpreis im niedrigen dreistelligen Millionenbereich plausibel.

Wo die möglichen Gewinne der Abwicklung in Eigenregie anfallen ist eine problematischere Frage, denn die Zahlung eines höheren Kaufpreises an die HRE Gruppe durch die FMS Wertmanagement in einem Share Deal könnte als verbotene Beihilfe des Bundes interpretiert werden. Bei einem Asset Deal, dh. eine ‚Nachbefüllung‘ der FMS Wertmanagement durch die Depfa Bank zu den bereits mit den privaten Investoren vereinbarten Werten, verbliebe die HRE Gruppe hingegen mit einem wenig attraktiven Rumpfinvestment. Dies wirft Fragen nach der optimalen Privatisierungsstrategie für die verbliebenen Teile der HRE-Gruppe auf.

## Bewertung

Der Fall der Depfa Bank plc zeigt beispielhaft die Fehlentwicklungen auf, die zur Finanzkrise geführt und ihren deutschen Teil besonders kostspielig gemacht haben. Ausschlaggebend waren durch günstige Finanzierungsbedingungen am Pfandbriefmarkt bei hohen Emissionsvolumen getriebene Geschäftsmodelle. Diese hatten zur Abwendung vom klassischen Kreditgeschäft und Zuwendung zum Verpacken von Bonds in den Bankbilanzen geführt. Fehlregulierungen im Staatskreditmarkt und bei Fristentransformationsrisiken sowie Fehlverhalten von Managern und Aufsichern begünstigten die risikoreiche Gewinnerzielung aus einer Kombination von Bondversicherungsgeschäft und hoher Zinsrisikonahme.

Der hohe Schaden für den Steuerzahler aus der indirekten Verstaatlichung der irischen Depfa im Rahmen der HRE-Übernahme wurde massgeblich durch den politischen Widerstand gegen Abwicklung und Gläubigerbeteiligung in Deutschland zwischen 2009 bis 2012 erzeugt. Dieser hatte seinen Ursprung in den Interessenkonflikten der deutschen Politik als gleichzeitiger Bankenaufseher und Bankeneigentümer (Landesbanken). Er führte 2009 zu einem deutschen Bad-Bank-Gesetz, das die Handlungsmöglichkeiten des Bundes übermässig zugunsten von hohen Gläubigersubventionen einschränkte. Mit dieser Selbstbeschränkung versehen, folgte der Bund selbst bei einer formal irischen, aber dem deutschen Haftungskreis zugeordneten, Bank dem weit radikaleren Vorgehen des irischen Staates ab 2010 bei ‚seinen‘ Banken nicht.

Irritierend ist auch die grosszügige Auslegung des deutschen Bad Bank-Gesetzes FMStFG bei den Übertragungen der Aktiva im Oktober 2010, deren üppige Kompensation die EU-Kommission 2011 scharf als nicht genehmigungsfähige Beihilfe kritisiert hat. Hatte nicht der deutsche Gesetzgeber im selben Gesetz den Landesbanken Höchst-Transferpreise von 90c/Euro vorgeschrieben, gefolgt von bis zu 20-jährigem Abstottern der darüberhinausgehenden Verluste in toto durch die Eigentümer Sparkassen? Bei Depfa wurde hingegen das Buch weit überzahlt und trotz Schuldenschnitts für Griechenland wurde der Verlustausgleich nach 2 Jahren beendet.

Fragwürdig ist angesichts der nunmehr bevorstehenden und auch zuvor stets im Raume stehenden Abwicklung auch die damalige Einstufung des Geschäftsmodells der Depfa als tragfähig.

Denn nur unter dieser Bedingung waren die impliziten Subventionen der Gläubiger bei Gründung der Bad Bank auch nach dem deutschen Gesetz statthaft.

Die Vorgänge zeigen insgesamt die erheblichen fiskalischen Risiken des Aktivtauschs nach dem in Deutschland favorisierten Bad Bank-Modell des Aktivtauschs gegenüber Alternativen des Schuldenmanagements wie dem Schulden-Eigenkapital-Tausch auf. Beim FMStFG besteht deshalb dringender Reformbedarf.

Der kleinere Gewinn, der durch die Entscheidung einer verspäteten Abwicklung in Eigenregie entstehen könnte, ändert nichts an der negativen Gesamtbilanz. Die Schäden durch die Verschleppung der Abwicklung und Bad Bank Transfers liegen mindestens im Bereich der entgangenen Kapitalschnitte beim Nachrangkapital von etwa 1,8 Mrd. Euro.

Hinzuzuzählen wären noch die Kosten der Aufrechterhaltung eines teuren Servicingbetriebes (IT, Personal), z.T. hohe historische Finanzierungskostendifferenzen der Bank gegenüber dem Bund sowie die Kosten des fehlgeschlagenen Privatisierungsprozesses. Zu letzteren gehören auch die Auswirkungen auf den beim Verkauf der PBB zu erwartenden Erlös; eine frühzeitige Abwicklung der Depfa 2011 oder 2012 hätte den Verkaufsvorgang PBB insgesamt weit geringer tangiert.

Eine genauere Evaluierung der beschriebenen Sachverhalte als in dieser Kurzdarstellung möglich wäre im Interesse der Steuerzahler.

Schliesslich ist mit der Entscheidung der Abwicklung der Depfa sowie der Disintegration der ähnlich aufgestellten französischen Dexia die Frage nach der Zukunft des europäischen Staatsfinanzierungsmarktes unterhalb der Ebene der Zentralstaaten auch 2014, vier Jahre nach Ausbruch der europäischen Staatsfinanzungskrise, offener denn je.

## Anhang

### Literatur

BUDER, MATTHÄUS, MAX LIENEMEYER, MARCEL MAGNUS, BERT SMITS, AND KARL SOUKUP. 2011. "The rescue and restructuring of Hypo Real estate". Competition Policy Newsletter. Nr. 3. Download: [http://ec.europa.eu/competition/publications/cpn/2011\\_3\\_9\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/competition/publications/cpn/2011_3_9_en.pdf)

DÜBEL, HANS-JOACHIM (ACHIM). 2013. "The Capital Structure of Banks and Practice of Bank Restructuring – Eight Case Studies on Current Bank Restructurings in Europe". CFS Working Paper No. 425 (2013/04). Center for Financial Studies, University of Frankfurt. Download: [http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Bank\\_Restructuring/Eight\\_Bank\\_Case\\_Studies\\_Finpolconsult\\_for\\_CFS\\_FINAL.pdf](http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Bank_Restructuring/Eight_Bank_Case_Studies_Finpolconsult_for_CFS_FINAL.pdf)

DÜBEL, HANS-JOACHIM (ACHIM). 2010A. „Reformerfordernisse bei Pfandbriefen und Pfandbriefbanken vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise“. Studie im Auftrag Bundestagsfraktion Bünd-

nis90/Die Grünen. Download:

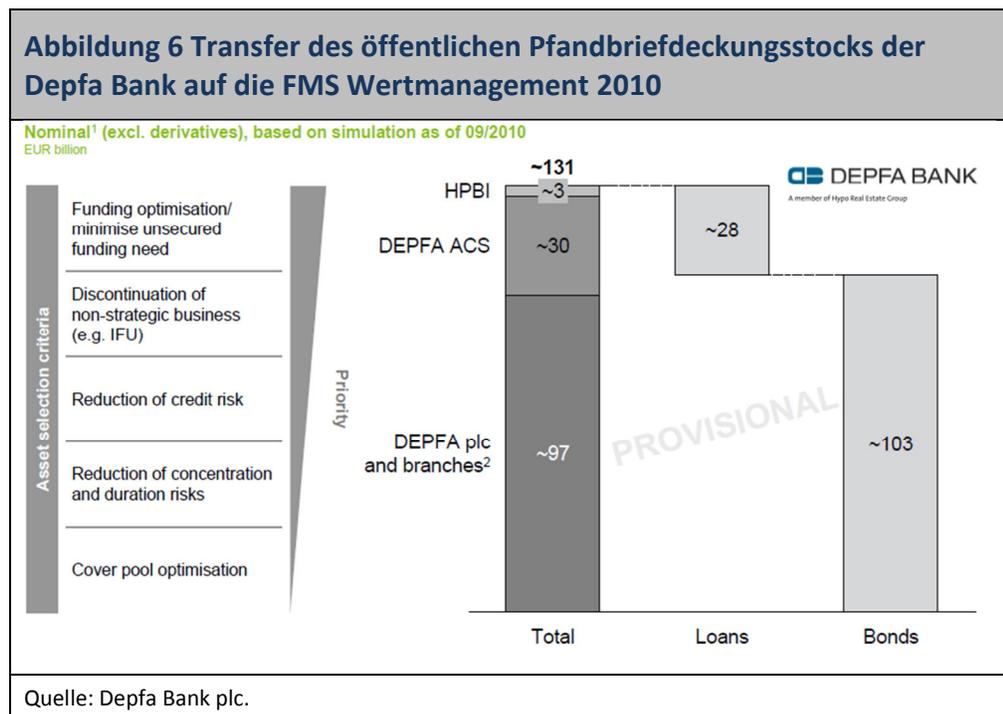
[http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Covered\\_Bonds/Finpolconsult Pfandbriefsystem Endbericht.pdf](http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Covered_Bonds/Finpolconsult_Pfandbriefsystem_Endbericht.pdf)

DÜBEL, HANS-JOACHIM (ACHIM). 2010b. "Rettung der Rettung der Hybridkapitalgeber, d.h. Eigenkapitalgeber, der Banken mit Steuergeldern in Deutschland, eine erste Annäherung". Mimeo. Download:

[http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Duebel Rettung der Hybridkapitalgeber bei Banken durch Staat 10.pdf](http://finpolconsult.de/mediapool/16/169624/data/Duebel_Rettung_der_Hybridkapitalgeber_bei_Banken_durch_Staat_10.pdf)

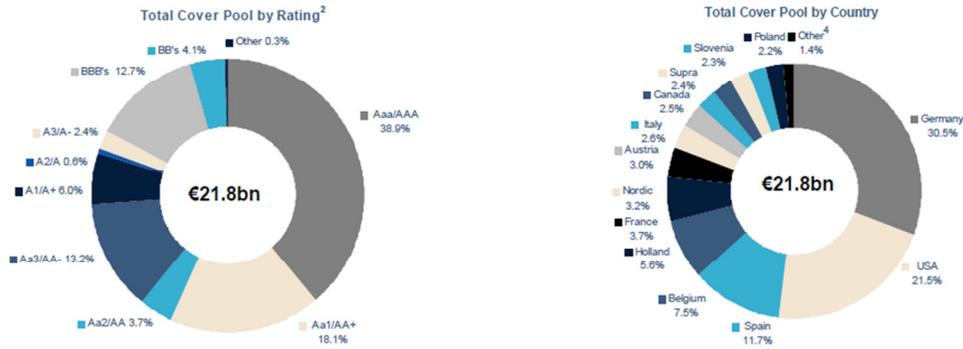
FITCHRATINGS. 2004. "Depfa Bank plc". Ireland Credit Analysis. 29 November.

### Weitere Daten

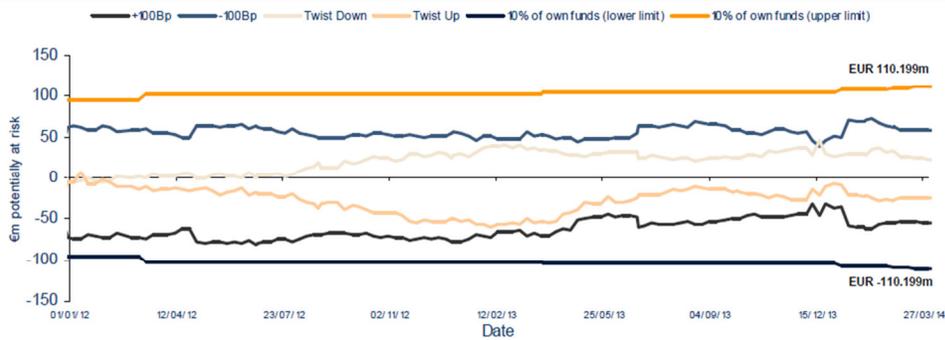


## Abbildung 7 Depfa ACS – Risikostruktur der Pfandbriefdeckung per 31.3.2014

Ratings der Pfandbriefaktiva der Depfa ACS



Stress-Test Ergebnisse 100 bp Zinsstress Depfa ACS



Quelle: Depfa ACS, Investor Presentation March 31, 2014