

KK Market-Letter 2 / 2010

Populäre Massnahmen und der Weg des geringsten Widerstands – oder die Angst vor Debt-Equity-Swaps !

Die Schuldenkrise folgt der Bankenkrise auf dem Fuss – die üblichen Schuldzuweisungen berufener wie teils ‚talentfreier‘ Kreise in unheilbarer Verbindung mit Panikmache bestimmen das Bild. Die Politik wie auch die Oeffentlichkeit wird zum willfährigen Instrument von Interessengruppen. Die geforderten Eingriffe in das Spiel eines freien Marktes - so gut sie oft auch gemeint sein mögen – haben gegenteilige Effekte und verstärken die Ungleichgewichte und Ungerechtigkeiten. Dass die **Hauptakteure wie Banken, Finanzgesellschaften und Hedgefonds die Situation zu ihren Gunsten nützen, kann und darf ihnen nicht zum Vorwurf gemacht werden.**

Es erstaunt, dass die Schuld bei den ‚Spekulanten‘ gesucht wird, welche nun nicht mehr für die willkommene und notwendige Liquidität sorgen sondern ein übles Spiel gegen den Markt treiben sollen. Kann man allen Ernstes glauben, dass es ihnen gelingen könnte nachhaltige Verzerrungen der Bewertung zu etablieren. Schon im ‚Kleinen‘ wundert man sich immer wieder wenn beispielsweise Analysten schmerzhaft Kurseinbussen nach enttäuschenden Leistungsausweisen von Gesellschaften mit schlechter Kommunikation und Corporate Governance begründen, anstelle mit der eigenen Unfähigkeit das Geschäftsmodell verstanden und richtig eingeschätzt zu haben. Auch im ‚Grossen‘ neigen Regierungen dazu, die Fehler bei anderen anstelle bei sich selbst zu suchen. Als der Euro geschaffen wurde einigte man sich auf die Konvergenzkriterien - Nettoverschuldung < 3 % BIP und Verschuldung < 60 % BIP – welche heute selbst von den grössten Mitgliedsländern nicht erfüllt werden. Es gemahnt wahrhaftig an ‚Chuzpe‘ wenn die Führungsgremien der EU heute die Schuld für den schwachen Euro beim Finanzsystem anstelle bei sich selbst suchen (hohe Staatsausgaben) und gleichzeitig erneut Zuflucht bei populären und gleichzeitig in ihrer Wirkungsweise fragwürdigen Eingriffen und Einschränkungen suchen.

Schon **Ende 2008** musste man sich die Frage stellen ob die Stabilisierung des Bankensystems durch die Gewährung von Garantien und die Schaffung nahezu unbegrenzter Liquidität durch Staaten und Zentralbanken nicht schwer abschätzbare Verzerrungen im Finanzgefüge zur Folge haben würde – ganz zu schweigen von einem beträchtlichen Inflations-Potential. In den ersten drei Monaten 2009 erlebte das moderne Finanz- und Bankensystem scheinbar die schwersten Stunden seines Bestehens. Umso erstaunlicher muss es vor allem für die Politiker und die Oeffentlichkeit gewesen sein, dass die vermeintlichen Verursacher der Krise und teilweise mit ‚Zwangskrediten‘ geretteten Geschäfts- und Investmentbanken bereits wieder beachtliche Gewinne schrieben. Nach einem Verlust im Investmentbanking im ersten Quartal 2008 von 3460 CHF Mio erarbeitete die Credit Suisse Group im ersten Quartal 2009 wieder einen Gewinn von 2414 CHF Mio. Aehnlich entwickelten sich die Ergebnisse der Mehrzahl der anderen grossen globalen Investmentbanken – die Deutsche Bank verbesserte Ihr Ergebnis von -1354 Euro Mio auf 1544 Euro Mio und Goldman Sachs von 1511 USD Mio auf 1814 USD Mio. Selbst kleinere Institute, welche über grössere Engagements im Bondgeschäft verfügten, verzeichneten Rekordergebnisse.

Dass die Banken und Finanzgesellschaften rasch wieder zu einer ansprechenden Profitabilität zurückkehren und sich damit keine grundsätzlichen Aenderungen der Geschäftsmodelle aufdrängen ist in der Wahrnehmung der Politik und der Oeffentlichkeit zwar störend, folgt aber der **unbestrittenen Logik der Finanzmarkt-Arithmetik**. Wenn die Zentralbanken dem Bankensystemen in grossen Umfang Mittel resp. Kredite nahezu zum ‚Nulltarif‘ d.h. zu Zinsen von wenigen Basispunkten zur Verfügung stellen, und gleichzeitig das Zinsniveau am Markt für Unternehmens- und Staatsanleihen teilweise mehrere Hundert Basispunkte höher liegt, kann man ohne zu Uebertreiben von einer ‚**Lizenz zum Geldverdienen**‘ für die Geschäftsbanken sprechen. Die mehr oder weniger explizit ausgesprochenen Garantien der grossen Staaten haben die Situation zusätzlich verschärft. So hat beispielsweise Holcim, einer der weltweit führenden Zement- und Baustoffkonzerne im März 2009 eine 500 Euro Mio Anleihe mit einer Laufzeit von 5 Jahren und einem Zinssatz von 9

% platziert. Wer sich nun wie die Banken und Finanzgesellschaften Geld zu weniger als 1 % leihen und sich in diesen Titeln engagieren konnte, hat seither einen Gewinn von 40 % erzielt. Die konsequent umgesetzten Konjunkturprogramme in Verbindung mit Staatsgarantien für ‚gesunde‘ Unternehmen mit Refinanzierungsproblemen wie beispielsweise für den deutsch/schweizerischen Stahlkonzern Schmolz+Bickenbach machen zudem das Risiko überschaubar.

Das Rettungspaket der Europäischen Zentralbank und des Internationalen Währungsfonds von mindestens 750 Euro Mrd zielt genau in die gleiche Richtung. 60 Euro Mrd werden von der EU den hoch verschuldeten Mitgliedsländern gegen Zinsen zur Verfügung gestellt, 440 Euro Mrd werden über eine Zweckgesellschaft aufgebracht, welche sich mit einer Garantie durch die EU-Mitgliedstaaten am Kapitalmarkt resp. bei den Geschäftsbanken refinanziert und 250 Euro Mrd stellt der IMF bereit. Wer nun aber glaubt, dass angesichts dieses Rettungspakets und der von den EU-Mitgliedsländern ausgesprochenen Garantien zugunsten ihrer verschuldeten Mitglieder eine Angleichung des Zinsniveaus erfolgt resp. erzwungen wurde sieht sich getäuscht. Obwohl sich die kreditgebenden Banken günstig verschulden können wird das Geld beispielsweise an Griechenland und andere ‚schwache EU-Länder‘ derzeit immer noch mit einem Aufschlag von mehreren hundert Basispunkten ausgeliehen. Angesichts der, wenn auch umstrittenen EU-Garantien, ein sicheres Geschäft! Zudem akzeptiert die Europäische Zentralbank solche Titel als ‚erstklassige‘ Sicherheiten und gewährt dagegen den Banken die notwendige günstige Liquidität. Unter dieser Optik wird es angesichts der guten Verdienstmöglichkeiten verständlich, dass Vorbehalte gegenüber einem Funktionieren des ‚Rettungsplans‘ nicht zuletzt mit Hilfe der Presse geschürt werden und gleichzeitig vor den unübersehbaren Folgen einer geordneten Restrukturierung der Staatverschuldung beispielsweise mit einem teilweisen Schuldenverzicht gewarnt wird.

Hier liegen die Parallelen zur Finanzkrise 2008/2009, wo sich Politik und Banken vehement gegen die geordnete Liquidation oder eine erzwungene Rekapitalisierung der ‚angeschlagenen‘ Marktteilnehmer durch die Umwandlung von Fremdkapital/Einlagen in Eigenkapital zur Wehr setzten. Damals wie heute wird die **fragwürdige Allianz zwischen Politik und Finanzindustrie** deutlich. Die Politik setzt auf den in der Praxis nicht umsetzbaren Anspruch von mehr Einfluss und Regulierungsmacht. Entgegen den Absichten profitiert die Finanzindustrie derzeit von einem durch weitreichende staatliche Garantien geschaffenen guten Geschäftsumfeld mit günstigen Refinanzierungskosten und geringem Risiko durch explizite wie implizite Garantien der öffentlichen Hand in Verbindung mit internationalen Organisationen.

Diese Reise geht in die falsche Richtung! Anhaltend tiefe Zinsen und das steigende Teuerungs-Potential sozialisieren die Kosten dieses Vorgehens zu Lasten der sozial schwächeren Bevölkerungsschichten. Wer von seinem ‚Ersparnen‘ resp. seinen Vorsorgegeldern leben muss, hat sein Auskommen in den letzten Jahren nicht verbessert. Einer Phase tiefer Nominal- und Realzinsen stehen andererseits Wertsteigerungen von Sachwerten wie Immobilien gegenüber. Die ‚Asset-Inflation‘ ist der Ausdruck der Liquiditäts-Politik der Zentralbanken zu der es nach übereinstimmenden Interpretationen von Politikern und Finanzindustrie keine Alternative gab. **Doch gab und gibt es wirklich keine Alternative?** Immer mehr Ökonomen kommen zum Schluss, dass es sehr wohl andere Möglichkeiten gibt. Hätte man nicht schon Mitte 2008 das Vertrauen in die Banken und die Finanzkraft der Institute durch die Umwandlung von Einlagen in Eigenkapital (Debt-Equity-Swaps) und/oder die geregelte Liquidation von erfolglosen Marktteilnehmern stärken können – mit weniger Verzerrungen und Ungerechtigkeiten als durch die schlussendlich eingeleiteten Schritte? Es gibt keine berechtigten Zweifel daran, dass mit den damals wie heute zur Verfügung stehenden Instrumenten der Regulatoren eine Liquidation der schwächsten Banken möglich gewesen wäre, wenn man gleichzeitig die anderen Institute zu einer breiten Eigenkapitalbasis gezwungen hätte. Dieser Schritt hätte über einen **Debt/Equity-Swap** erfolgen müssen. Die Einleger hätten einen kleinen Teil ihrer Einlagen in Eigenkapital umwandeln müssen.

Ein Beispiel - die UBS verfügte Ende 2007 über eine Bilanzsumme von 2274 CHF Mrd und ein Eigenkapital von 44 CHF Mrd. (1.9 %). Davon entfielen 642 CHF Mrd auf Kundengelder, 145 CHF Mrd auf Einlagen anderer Banken sowie 444 resp. 306 CHF Mrd auf ‚hybride Verpflichtungen‘ wie negative Wiederbeschaffungswerte und Repurchase Geschäfte. Heute verfügt die Bank bei einer Bilanzsumme von 1306 CHF Mrd über ein Eigenkapital von 50 CHF Mrd (3.8 %). Um dies zu erreichen, hat die Bank zwischen 2007 und 2010 ihre Eigenmittel durch die Ausgabe von 1650 Mio neuen Aktien von 2154 Mio auf 3794 Mio Titel erhöht. Der Mittelzufluss betrug rund 25 CHF Mrd und deckte Verluste im Umfang von 29 CHF Mrd. Hätte sich die UBS Anfang 2008 entschlossen, ihre Eigenkapitaldecke durch eine Teil-Umwandlung von Einlagen im Umfang

von 30 – 50 CHF Mrd zu stärken, hätte sie gestützt auf den damaligen Aktienkurs lediglich 650 - 1100 Mio neue Titel schaffen müssen. Man hätte die Einleger – andere Banken wie Kunden – gezwungen, einen Teil ihrer Einlagen resp. Forderungen in Eigenkapital resp. Aktien umzuwandeln. Die Grössenordnungen wären unserer Meinung nach durchaus verkraftbar gewesen. Bei Verpflichtungen von 1537 CHF Mio wäre die Umwandlungsquote gerade einmal bei 3 – 4 % gelegen – d.h. die Sparer, Kunden und die Banken hätten auf 3 – 4 % ihrer Einlagen resp. Forderungen verzichtet und stattdessen UBS-Aktien erhalten. Selbst wenn man der Einfachheit halber die ‚hybriden‘ Verpflichtungen, deren Bewertung von der Bank selbst nur schwer zu beeinflussen ist, ausgeklammert, errechnet sich eine Umwandlungs- resp. Verzichtquote von 6 – 7 %. Diese ist ebenfalls nicht als existenzbedrohend zu bezeichnen, da die Einleger für die Verzichtquote Beteiligungspapiere der UBS erhalten hätten. Zudem wäre auch eine ‚konstruktive‘ Abstufung möglich, wobei beispielsweise ‚Kleinsparer‘ weniger stark in die Pflicht genommen würden als professionelle resp. institutionelle Einleger. Dieser Güterabwägung wird bereits mit der Garantie für Spareinlagen bis zu einer Höhe von 100'000 CHF Rechnung getragen. Schlussendlich ist festzuhalten, dass der Verzicht nicht endgültig sein muss, erhalten die Gläubiger doch Aktien ‚ihrer‘ Bank, die bei einem erfolgreichen Management auch beträchtliches Gewinnpotential bergen. So haben sich die Bankaktien seit ihrem Tiefst Anfang März 2009 um 75 % (UBS) bis 148 % (Deutsche Bank) erholt und haben einen liquiden Markt.

Natürlich sind wir uns bewusst, dass ein solches Vorgehen zu diesem Zeitpunkt nur schwer von einem Institut im Alleingang hätte umgesetzt werden können und dass nationale Gesetzgebungen Hürden darstellen. Wir glauben aber, dass der ‚Druck der Umstände‘ angesichts der Krise im globalen Finanzsystem es durchaus zugelassen hätten, die liquiditäts- und eigenkapital-schwachen Finanzinstitute in einen Debt/Equity-Swap zu zwingen. **Was wären die Vorteile gewesen ?** Die massiven Eingriffe der Notenbanken und der öffentlichen Hand zur Sicherstellung der Liquidität und Bonität innerhalb des Bankensystems wären deutlich geringer ausgefallen und damit wäre es auch nicht zu den erwähnten Wettbewerbsverzerrungen gekommen. Das durch die Ausweitung der Geldmenge geschaffene Inflationspotential stellt eine nicht zu unterschätzende Gefahr dar. Nicht ausser Acht zu lassen ist zudem der **disziplinierende Effekt** auf die Finanzindustrie, welcher heute von der Öffentlichkeit vermisst wird und von der Politik und dem Gesetzgeber nicht durchgesetzt werden kann und soll. Die Grundfeste einer liberalen und gerechten Marktwirtschaft hätten auch in ‚Stress-Situationen‘ nicht verletzt werden dürfen. Verhaltensänderungen müssen von ‚innen heraus‘ und aufgrund des Konkurrenzumfelds erfolgen. Wir sind der Ueberzeugung, dass die Strukturveränderungen rascher erfolgen, wenn sich die Institute mit Aktionären auseinandersetzen müssen, welche Verzicht geübt haben und damit unternehmerische Risiken mittragen, anstelle von direkt nicht betroffenen Beamten und Politikern mit teils zweifelhaften Motiven und Interessenkonflikten. Auch bei der leidigen Diskussion über Abgeltungen wären wahrscheinlich mehr konstruktive Lösungsansätze gefragt als die heute vorliegenden Ansätze.