

Rettungsaktionen, die zu öffentlichen Defiziten beitragen, haben unerwünschte Eigenschaften

Wie lassen sich Banken ohne das Geld der Steuerzahler retten?

Durch Ausgabe von Wandelanleihen wären Banken in der Lage, ihren Kapitalbedarf zu erfüllen

VON THEO VERMAELEN
UND CHRISTIAN WOLFF *

Durch die jüngste Finanzkrise führt es in vielen Ländern zu der Situation, dass die Rechnung, die aus den staatlichen Rettungsplänen für die Banken resultiert, von den Steuerzahlern beglichen werden muss. Die Idee, dass die Regierung die Banken rettet, wenn sie Fehler machen, ermutigt die natürlich, übermäßige Risiken einzugehen. Rettungspläne haben zu dem Ressentiments gegen Managergehälter geschürt, die es erschweren, nach der Rettung der Bank konkurrenzfähige Gehälter zu zahlen.

Politische Entscheidungsträger sind heute auf der Suche nach Alternativen. Eine Alternative ist, einen strengeren Kapitalbedarf zu verhängen. Dieser Ansatz hat jedoch einige Probleme. Die Banken können diesen zusätzlichen Bedarf in zweierlei Hinsicht erfüllen: durch eine Kapitalerhöhung oder durch den Verkauf von Vermögenswerten. Wie die jüngsten Erfahrungen gezeigt haben, kann der Verkauf von Vermögenswerten der Bank A zu einem „fire sale“ führen, der Bank B in Schwierigkeiten bringt, falls die Geld an A geliehen hat, mit dem betreffenden Vermögenswert als Sicherheit. So führt der Verkauf zu negativen externen Effekten für den Rest der Volkswirtschaft. Kapitalerhöhungen können problematisch sein, wenn die Aktieninhaber die „Kapitalspritze“ als ein Transfer von Vermögen zu Anleihegläubigern beurteilen. Darüber hinaus wird eine Kapitalerhöhung

zu einem Agency-Problem führen, wenn als Folge der Erhöhung die Bank Überschussreserven hält, die in negative Nettobarwert-Projekte investiert werden. Schließlich kann die Kapitalerhöhung auch als ein negatives Signal angesehen werden, dass sich die Bank in größeren Schwierigkeiten befindet, als allgemein angenommen wurde.

Wir möchten eine Alternative vorschlagen: Durch die Ausgabe von verpflichteten Wandelanleihen wären Banken, die als zu groß angesehen werden, dass ein Scheitern in Kauf genommen wird, in der Lage den Kapitalbedarf zu erfüllen. Eine verpflichtete Wandelanleihe ist eine Anleihe, die in eine Aktie umgewandelt werden kann, wenn ein bestimmtes Ereignis eintritt. Der Mechanismus würde wie folgt funktionieren:

a. Die Wandelanleihe wird in eine Stammaktie zu einem sehr niedrigen Ausübungspreis umgewandelt (etwa 1 Euro), wenn ein auslösendes Ereignis eintritt, zum Beispiel, wenn der Aktienwert des Unternehmens oder der Aktienkurs (oder zum Beispiel der Durchschnittspreis innerhalb einer Woche) unter ein bestimmtes Niveau fällt (welches deutlich höher als 1 Euro ist).

b. Nach der Umwandlung besitzen die ursprünglichen Aktionäre eine Option, die umgewandelte Aktie zum gleichen Konvertierungspreis (1 Euro) während einer begrenzten Zeit, sagen wir einen Monat, zurückzukaufen.

c. Aktionäre, die ihre Optionen nicht ausüben wollen, können sie an andere Investoren verkaufen.

Die Idee, Banken zur Ausgabe dieser sogenannten Aktienanleihe

zu bewegen ist nicht neu. Die grundsätzliche Logik ist es, Schuldtitel in Aktienkapital ohne kostspielige Konkursverfahren und Verhandlungen umzuwandeln. Neu ist die Kombination mit einer Option für die Aktionäre, die es ihnen ermöglicht, die Aktien, die sich aus der Umwandlung ergeben, zurückzukaufen.

Auf zwei mögliche Probleme mit der Idee der Aktienanleihe möchten wir hinweisen. Erstens bedeutet die Umwandlung, dass der Bank ein schlechtes Ergebnis vergeben wird, welches Probleme der Unternehmensführung und des „moral hazard“ verschärft. Zweitens besteht die Gefahr einer sich selbst erfüllenden „Todesspirale“. Wenn die bisherigen Aktionäre eine Verwässerung des Aktienkapitals antizipieren, werden sie beginnen ihre Aktien zu verkaufen, wodurch die Umwandlung wahrscheinlicher wird. Im Ergebnis werden die Inhaber der wandelbaren Anleihen das Unternehmen von den Aktionären „stehlen“.

Die erste Sorge über Aktienanleihen ignoriert, dass die wandelbaren Schuldtitel nicht die einzigen Schuldtitel der Bank sind. Wenn der fallende Aktienkurs eine fundamentale Verschlechterung der Vermögenswerte der Bank widerspiegelt, ist es unwahrscheinlich, dass es in einer stark fremdfinanzierten Unternehmung zu viele Überschussreserven zu verschwenden gibt.

Die zweite Sorge der sich selbst erfüllenden „Todesspirale“ kann vermieden werden, wenn Aktionäre wissen, dass sie im Falle der Umwandlung in der Lage sind, die

Aktien von den Inhabern der Wandelanleihen zum Konvertierungspreis zurückzukaufen.

Natürlich beruht diese Argumentation auf der Annahme, dass der Preis, der sich nach der Verwässerung des Aktienkapitals ergibt, immer höher sein wird als der Konvertierungspreis. Andernfalls wird das gesamte Eigenkapital, wie bei einem normalen Konkurs, in den Händen der Inhaber der Schuldtitel sein. Unabhängig davon wird das Unternehmen ohne „Kapitalspritze“ rekaptalisiert werden.

Im Vergleich zu einer einfachen Erhöhung des Kapitalbedarfs, hat unser Ansatz die folgenden Vorteile. Erstens: Schuldtitel werden in Eigenkapital umgewandelt, ohne den Banken übermäßige Geldmittel zur Verfügung zu stellen. Auf diese Art beseitigt man das Agency-Problem des freien Cash-Flows. Zweitens: Vermögenswerte müssen nicht verkauft werden um den Kapitalbedarf zu erfüllen, was wiederum negative Spillover-Effekte aus einem „fire sale“ verhindert.

Drittens: Obwohl Aktionäre die Begleichung der Schuldtitel übernehmen, übertragen sie nicht das Vermögen an die Anleihegläubiger. Solange der Wert des Unternehmens groß genug ist Aktionäre zur Ausübung ihrer Optionen zu einem niedrigen Ausübungspreis zu bewegen, solange sind die Schuldtitel im Grunde risikofrei. In jedem anderen Fall werden sie einfach die Option nicht ausüben.

Das Risiko der Schuldtitel kann auch durch eine Verkürzung der Laufzeit der Schuldtitel reduziert werden. Dies wird Ereignisse wie

den jüngsten Zusammenbruch der Finanzmärkte verhindern, wo Kreditgeber (d.h. andere Banken) sich weigerten, Geld zu verleihen, weil sie den Kreditnehmern nicht vertrauten. Kreditgeber müssen nur davon überzeugt werden, dass der Aktienkurs, der sich nach einer kompletten Verwässerung des Aktienkapitals ergibt, mindestens 1 Euro ist.

Man sollte beachten, dass aufgrund der Tatsache, dass Aktionäre das Recht haben die Aktien zum Ausübungspreis von 1 Euro zurückzukaufen, sie sich keine Sorge machen müssen, dass die Inhaber der Schuldtitel (potenziell andere Banken) die Wandelanleihe dazu benutzen, das Unternehmen zu übernehmen, ohne jedoch ein Control Premium zu zahlen.

Viertens: Unser Konvertierungsmechanismus ist automatisch und schnell, und es vermeidet langwierige Verhandlungen, die typischerweise in Schuldsanierungen der Fall sind. Eine schnelle Abwicklung kann in der Tat in Zeiten von Finanzkrisen wichtig sein.

Die Lösung durch eine Wandelanleihe ist natürlich nicht der einzige Weg, um staatlichen Rettungspläne in Zukunft zu vermeiden. Unser Ziel ist es, den Regulierungsbehörden ein alternatives Instrument im Risikomanagement in die Hand zu geben.

* Theo Vermaelen ist Professor an der INSEAD in Frankreich und Professor invité an der Universität Luxemburg; Christian Wolff ist Direktor der Luxembourg School of Finance und Professor an der Universität Luxemburg.

Luxemburg weit über EU-Durchschnitt

Beim BIP pro Kopf ist das Großherzogtum Spitze

Luxemburg/Brüssel. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) pro Kopf ist in Luxemburg mehr als zweieinhalb Mal so hoch wie im EU-Durchschnitt und sechs Mal höher als in Bulgarien. Gemäß der am Dienstag von Eurostat veröffentlichten Statistik steht Luxemburg mit einem BIP/Kopf von 276 (Vorjahr 275) Prozent des EU-Durchschnitts weiterhin mit großem Abstand an der Spitze in Europa. Die Berechnungen stützen sich auf einen Kaufkraftstandard, der die Unterschiede zwischen den Preisniveaus der verschiedenen Länder ausgleicht.

An zweiter und dritter Stelle folgen die Efta-Staaten Norwegen (191) und Schweiz (141). Irland konnte den zweiten Platz unter den EU-Staaten nach einem Rückgang des BIP von 148 auf 135 Prozent des EU-Durchschnitts im letzten Jahr nur knapp verteidigen. Weit unter dem EU-Schnitt liegen die drei ärmsten EU-Staaten Polen

(56), Rumänien (47) und Bulgarien (41).

Der hohe Vorsprung von Luxemburg hängt unter anderem mit dem großen Anteil der Grenzgänger an der Gesamtbeschäftigung zusammen. Trotz ihres hohen Beitrags zum BIP werden sie nicht als Teil der Wohnbevölkerung berücksichtigt, welche zur Berechnung des BIP/Kopf herangezogen wird. Nicht so hoch ist der Abstand, wenn anstelle des BIP der individuelle Konsum verglichen wird. Zwar steht Luxemburg mit 148 Prozent des EU-Durchschnitts auch hier an der Spitze, aber der Abstand zum Rest der EU ist deutlich geringer. An zweiter und dritter Stelle folgen Großbritannien (129) und die Niederlande (119).

Das hohe Wohlstandsniveau in Luxemburg hat schließlich auch seinen Preis. Nach Dänemark (146) und Irland (131) steht Luxemburg auf dem dritten Platz der teuersten Länder in der EU. (mtr)

EU verordnet Landesbank LBBW Schrumpfkur

Stuttgart. Das Zukunftskonzept für die angeschlagene LBBW steht: Brüssel hat die Milliardenhilfen für die größte deutsche Landesbank gebilligt. Der Branchenprimus muss nach dem Willen der EU-Kommission im Gegenzug seine Rechtsform in eine Aktiengesellschaft ändern und das riskante Investmentgeschäft aufgeben. Die neue Struktur soll künftig eine bessere Risikokontrolle ermöglichen und die Einflussnahme der Politik eindämmen. So will der Branchenprimus wieder in die schwarzen Zahlen zurückkehren. Die LBBW wird auf ihr Kerngeschäft zurückgestutzt. Die Bank werde sich künftig auf die Finanzierung deutscher Mittelstandsfirmen konzentrieren, teilte EU-Wettbewerbskommissarin Neelie Kroes am Dienstag in Brüssel mit. Die Bilanzsumme, an der das Geschäft einer Bank gemessen wird, wird im Vergleich zum Ende des vergangenen Jahres um 40 Prozent schrumpfen. Mit der Umwandlung in eine AG solle die Kontrolle verbessert werden. (dpa)

INNER FORCE
CHRONOFIGHTER OVERSIZE GMT BLACK BRITISH RACING GREEN

GRAHAM-LONDON.COM

WAGNER
www.bijouterie.lu

GRAHAM
LONDON