

J.C. Flowers & Co. LLC

717 Fifth Avenue, 26th Floor

New York, New York 10022

Tel. +1 (212) 404-6800

Fax +1 (212) 404-6899

Stellungnahme zu dem Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD: „Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz – FMStErgG)“, BT-Drucksache 16/12100

von J. Christopher Flowers

New York, 12. März 2009

Der vorliegende Gesetzentwurf hat die Stabilisierung des Finanzdienstleistungssektors in Deutschland zum Ziel. Nachfolgend möchten wir auf einige Aspekte des Gesetzentwurfs in Bezug auf eine mögliche Enteignung von Aktionären und hier insbesondere auf den Fall der Hypo Real Estate („HRE“) eingehen, auf die sich die diesbezügliche Debatte in der Bundesregierung und im Deutschen Bundestag ausschließlich zu konzentrieren scheint.

Wir begrüßen die bisherige Unterstützung der Regierung für die HRE uneingeschränkt. Es ist uns bewusst, dass die durch die Liquiditäts- und Kapitallage der HRE entstandenen Probleme für den Finanzdienstleistungssektor in Deutschland und Europa systemische Fragen aufwerfen. Diese können nur mit staatlicher Hilfe gelöst werden. Dies gilt aber auch für eine Reihe anderer gleichermaßen systemischer Finanzinstitute in Deutschland, Europa und weltweit.

In den nachstehenden fünf Abschnitten A) bis E) möchten wir aber unsere Bedenken im Zusammenhang mit einigen Aspekten der möglichen Enteignung zum Thema HRE darlegen.

A) Unser Vorschlag zielt darauf ab, dass wir Aktionäre der HRE bleiben und ihre Restrukturierung mit unterstützen

In den ersten Gesprächen Mitte Februar haben wir gegenüber der Bundesregierung eine Reihe von Alternativvorschlägen zu einer möglichen Enteignung gemacht. Unser bevorzugter Vorschlag ist eine Kapitalerhöhung in Form einer Kapitaleinlage bei der HRE durch die Bundesregierung. Dabei würden die derzeitigen Aktionäre einschließlich der von J.C. Flowers & Co. beratenen Trusts („JCF&Co“) sowie der von Grove International Partners beratenen Fonds („Grove“) Aktionäre bleiben, aber keinen Cent der staatlichen Gelder erhalten.

Wir sind der festen Überzeugung, dass wir über das nötige Know-how und die nötige Erfahrung verfügen, um die Bank und die Bundesregierung bei der Sanierung der HRE-Vermögenswerte unterstützen zu können. Wir haben unsere Kompetenz erfolgreich im Fall der Long-Term Credit Bank of Japan unter Beweis gestellt. In der weltweit bislang größten Aufarbeitung von in Schieflage geratenen Vermögensgegenständen in Höhe von US-Dollar 25 Mrd. haben wir einen Mehrwert für alle Beteiligten geschaffen. Besonders möchten wir hervorheben, dass bei dem von uns favorisierten Vorschlag wir vollständig mit der Bundesregierung an einem Strang ziehen. Das von uns angestrebte Ziel entspricht der Geschäftspolitik von JCF&Co als mittel- und langfristig orientiertem Investor, der nicht nur Kapital zur Verfügung stellt, sondern auch für alle Stakeholder der Bank Mehrwert durch unser Netzwerk und unsere Erfahrung einbringt. JCF&Co und Grove haben im Sommer letzten Jahres durch den Kauf von Aktien über EUR 1,1 Mrd. in HRE investiert.

B) Wir können nicht nachvollziehen, warum die Bundesregierung eine Beteiligung von 75 % oder mehr anstrebt, sind aber bereit, mit dem Staat zusammen an einer vernünftigen Lösung zu arbeiten.

Laut Medienberichten strebt die Bundesregierung eine deutliche Mehrheit von mindestens 75 % plus 1 Aktie bzw. möglicherweise sogar 90 % und mehr an der HRE an. Hierfür sind nach unserer Kenntnis drei Gründe genannt worden:

1. Die HRE stellt ein systemisches Risiko dar;
2. Eine Beteiligung dieser Größenordnung verringert die Refinanzierungskosten der HRE;
3. Mit mehr Kontrolle gewinnt der Staat mehr Flexibilität.

Zu Punkt 1) möchten wir anmerken, dass eine Reihe von Banken in Deutschland ein potentielles systemisches Risiko darstellen, darunter auch viele, die eine direkte Unterstützung des SoFFin, aber auch viele Banken, die indirekte Unterstützung über die Bundesländer erhalten haben (s. Tabelle 1 unten). Im Gegensatz zur HRE wird in diesen Fällen nicht die Überlegung angestellt, dass die Bundesregierung bei diesen Banken die Kontrolle übernehmen sollte. Das entspricht auch der internationalen Praxis: weltweit beabsichtigen Regierungen nicht, die Kontrolle über die von ihnen unterstützten Banken zu übernehmen, selbst in Fällen, wo diese ganz offensichtlich ein systemisches Risiko darstellen. Es ist nicht ersichtlich, warum im Falle der HRE anders verfahren werden soll.

Zu Punkt 2) möchten wir anmerken, dass selbst eine 100 %ige Beteiligung des Staates an einem Finanzinstitut nicht zu Refinanzierungskosten für die Bank führt, die auch nur annähernd an die des Staates herankommen. Dieses kann nur erreicht werden, wenn die Regierung eine Bürgschaft für die Schulden der Bank übernehmen würde. Genau dies hat der SoFFin bisher schon getan. Näheres hierzu ist dem im Anhang beigefügten Memorandum zu entnehmen.

Ungeachtet dessen haben wir gegenüber der Bundesregierung zu erkennen gegeben, dass JCF&Co bereit ist, die Regierung dabei zu unterstützen, eine Beteiligung von 75 % plus einer Aktie zu erwerben, indem wir uns bereit erklären, den Aktionären, die wir beraten, zu empfehlen, bei Bedarf mit der Regierung zu stimmen. Um 75 % (plus eine Aktie) zu erreichen, bedarf es weder der Enteignung noch irgendeiner Form der Auszahlung bestehender Aktionäre. Unser Vorschlag entspricht dem, was wir in Abschnitt A) oben dargelegt haben und nachstehend in Abschnitt C) näher erläutern werden.

Zu Punkt 3) möchten wir anmerken, dass mit einem Anteil von 90 % an einem deutschen Unternehmen gegenüber einer Mehrheit von 75 % plus einer Aktie kein zusätzlicher Vorteil verbunden ist, da dem Mehrheitsaktionär keine zusätzlichen maßgeblichen Rechte daraus erwachsen. Die Restrukturierung eines Unternehmens im Sinne einer Ausgliederung bestimmter Vermögensteile oder vergleichbare Maßnahmen erfordern eine Mehrheit von 75 %, nicht 90 %.

Ferner ist zu beachten, dass sich alle Schwellenwerte auf das bei der Hauptversammlung vertretene Kapital beziehen. Angesichts der traditionell

geringen Teilnahme der Aktionäre an Hauptversammlungen ist für eine HV-Mehrheit von 75 % ein Anteilserwerb notwendig, der deutlich unter 75 % liegen kann.

Würden darüber hinaus die im Finanzmarktstabilisierungsgesetz vorgesehenen Änderungen implementiert, könnten künftig Beschlüsse der Hauptversammlung über Kapitalmaßnahmen in vielen Fällen mit einer Zweidrittel- bzw. einfachen Mehrheit des anwesenden Kapitals getroffen werden.

C) Der Vorschlag ist budgetneutral

Unser Vorschlag, der auf eine Kapitaleinlage seitens der Bundesregierung hinausläuft, ist budgetneutral, da er keinerlei Abflüsse durch Zahlungen an die Aktionäre vorsieht. Alle Mittel, das neue Kapital ebenso wie die bereits von den Aktionären investierten Mittel, verbleiben im Unternehmen. Laut Markteinschätzung beziffert sich der Bedarf der HRE an neuem Kernkapital auf EUR 6 Mrd. bis EUR 10 Mrd. Die von uns vorgeschlagene Kapitalerhöhung seitens der Bundesregierung entspräche einer Emission von ca. 633 Mio. neuer Aktien zu einem Kurs von EUR 3 je Aktie, das ergibt EUR 1,9 Mrd. neues Eigenkapital und resultiert in einer Beteiligung von 75 % (plus einer Aktie) für die Bundesregierung. Um den gesamten Kapitalbedarf in Höhe der bereits erwähnten EUR 6-10 Mrd. zu decken, bedarf es aber noch zusätzlicher Kapitalmittel, beispielsweise Stillen Einlagen in Höhe von EUR 4,1 bis 8,1 Mrd., die dem Kernkapital zufließen. Bei einem niedrigeren Kurs je Aktie für die Kapitalerhöhung würde sich lediglich das Verhältnis zwischen neuem Eigenkapital und Stillen Einlagen verschieben, da der Gesamtbedarf an neuem Kernkapital der gleiche wäre. Diese Vermögenswerte gehören dem Steuerzahler. Hierzu ist zu bemerken, dass jede Art von Zahlungen an die Aktionäre im Zusammenhang mit einer Enteignung zu den genannten Beträgen hinzukäme und somit eine weitere Auszahlung der Steuerzahler wäre.

D) Die Begründung für den von uns vorgeschlagenen Kurs von EUR 3 je Aktie

Bei der Festlegung des Aktienkurses für die Kapitalerhöhung ist zu berücksichtigen, dass sich seit Aufkommen der Gerüchte über eine mögliche Enteignung, die nach unserer Kenntnis erstmals am 8. Januar 2009 auftauchten, der Aktienkurs der HRE deutlich verschlechtert hat. Nach dem Rechtsgrundsatz der „enteignungsrechtlichen Vorwirkungen“ kann das heutige Kursniveau nicht als angemessen angesehen werden. Ein nach dem genannten Rechtsgrundsatz angemessenes Kursniveau wäre ein Kurs auf der Grundlage des Niveaus, das vor dem Aufkommen der Enteignungsgerüchte bestand. So lag beispielsweise der durchschnittliche volumengewichtete Kurs in den zwei Wochen vor dem 8. Januar 2009 bei EUR 2,97.

Der anteilige Betrag je Aktie am Grundkapital der HRE beträgt im Übrigen EUR 3. Eine Investition der Bundesregierung in die HRE zu diesem Kurs entspräche damit auch den Bestimmungen des deutschen Aktienrechts.

E) Die Unverhältnismäßigkeit der von der Bundesregierung vorgeschlagenen Enteignung und ihre möglichen negativen Folgen

Sollte die Bundesregierung beschließen, über eine Enteignung in den Besitz der Aktien zu kommen, sehen wir folgende Probleme:

- 1) *Eine Enteignung würde nicht dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit des deutschen Verfassungsrechts entsprechen*

Nach dem deutschen Verfassungsrecht muss eine Enteignung die Ultima Ratio sein, um ein im öffentlichen Interesse stehendes Ziel zu erreichen. Im Zusammenhang mit der HRE stehen verschiedene andere Instrumente zur Verfügung, um die erforderliche Stabilisierung der HRE zu erreichen, zumal wir unsere Bereitschaft zur Zusammenarbeit erklärt haben.

Des Weiteren würde die Regierung über eine Enteignung weder kostengünstiger noch schneller die Kontrolle gewinnen als bei einer Kombination aus Verwendung von genehmigtem Kapital und Kapitalerhöhung mit Unterstützung der Hauptaktionäre. Im Falle einer Enteignung müsste für die Entschädigung der Aktionäre der vor dem Auftauchen der ersten Gerüchte über den Enteignungsplan bestehende Aktienkurs berücksichtigt werden („enteignungsrechtliche Vorwirkung“).

- 2) *Die Absichten der Regierung in Bezug auf die HRE zielen weit über die Maßnahmen des SoFFin bei deutschen Finanzinstituten hinaus*

Wir sind der Meinung, dass die nachstehenden zwei Beispiele klar darlegen, dass die geplanten Maßnahmen im Fall HRE weit über das hinausgehen, was die Bundesregierung und der SoFFin bei der Rekapitalisierung anderer notleidender Institute mit systemischer Bedeutung unternommen haben:

- (i) Beispiel Commerzbank: Der SoFFin hat bereits zwei Mal der Commerzbank Kapital zugeführt; beide Maßnahmen erfolgten innerhalb einer sehr kurzen Zeitspanne, wobei sich die deutschen Behörden pragmatisch und kooperativ zeigten. Von Seiten des Managements der HRE und von JCF&Co würde man sich über solch einen Ansatz auch im Fall HRE sehr freuen. Des Weiteren hat der SoFFin stimmrechtslose Stille Einlagen in Höhe von insgesamt EUR 16,2 Mrd. zur Verfügung gestellt gegenüber einer Eigenkapitalzufuhr von EUR 1,8 Mrd. – das entspricht einem Verhältnis von 9:1. Unser Vorschlag für die Rekapitalisierung von HRE entspricht einem Verhältnis von 2,2:1 - 4,3:1. Ferner möchten wir feststellen, dass die Bundesregierung ihre Beteiligung am Aktienkapital bisher auf 25 % begrenzt hat.
- (ii) Beispiel Aareal: Auch hier scheint die Kapitaleinlage rasch und mit voller Kooperation des SoFFin erfolgt zu sein. Das Kapital wurde ausschließlich in Form einer stillen Einlage in Höhe von EUR 525 Mio. zur Verfügung gestellt, d.h. die Bundesregierung hat keine direkte stimmberichtigte Beteiligung. Aareal – mit dem gleichen Geschäftsmodell wie HRE, allerdings in kleinerem Maßstab – hat weitere EUR 4 Mrd. als Liquiditätsbürgschaft erhalten. Der Ad-hoc-Mitteilung der Aareal Bank ist zu entnehmen, dass nur eine stille Beteiligung zur Verfügung gestellt wurde und dass mit dem Hauptaktionär lediglich eine Stimmrechtsvereinbarung getroffen wurde (Aareal Holding Verwaltungsgesellschaft hält

37,23 % der Anteile an der Aareal Bank). Ferner heißt es in der Mitteilung, dass eine Beteiligung in Form einer stillen Kapitaleinlage die Interessen der Aktionäre berücksichtigt, da diese keine Verwässerung ihrer Anteile zur Folge hat. Ferner möchten wir darauf hinweisen, dass sich die Mehrheit der Aktionäre der Aareal Holding (eine Gruppe mit einer "Kontrollmehrheit" von deutlich mehr als die 24 % der von JCF&Co und Grove zusammen beratenen Aktionäre) aus deutschen Unternehmen und Investoren zusammensetzt.

3) *Die Unverhältnismäßigkeit der Absichten der Bundesregierung im Vergleich zu anderen Ländern*

Die Maßnahmen der Regierungen in anderen führenden Industrienationen entsprachen dem Bedürfnis des Staates, systemisch wichtigen Instituten zu helfen und den nötigen Einfluss zu nehmen, wobei nicht beabsichtigt war, die Kontrolle zu übernehmen.

- (i) USA. Da die Finanzkrise ihren Ursprung in den USA hatte, wurden auch die ersten Rettungspläne dort durchgeführt. Sie laufen weiter u. a. für Citigroup, AIG und Bank of America. In jedem dieser Fälle war die US-Regierung bestrebt, Vorzugsaktien zur Verfügung zu stellen und nicht selbst die Kontrolle über die Unternehmen zu übernehmen. Später hat die US-Regierung die Hälfte der Vorzugsaktien, die sie an Citigroup hielt, auf Ersuchen von Citigroup in Stammaktien umgewandelt, so dass die US-Regierung damit einen Anteil von 36 % am Eigenkapital erhielt. Im Zusammenhang mit der Aufsichtsverwaltung über Fannie Mae und Freddie Mac hat das US-Finanzministerium Wandelanleihen erhalten, die 79,9 % der stimmberechtigten Anteile repräsentieren. Wir möchten ferner darauf hinweisen, dass alle genannten Unternehmen nach wie vor an der Börse notiert und alle Stammaktien bei den Aktionären verblieben sind.
- (ii) Großbritannien. Die britische Regierung hat große Anteile an der RBS und der Lloyds Banking Group übernommen. Hintergrund hierfür ist die systemische Bedeutung der beiden Institute für die britische Finanzwirtschaft. Die Regierung hat Kapital schrittweise in bis zu drei Tranchen über eine Kapitalerhöhung zu Verfügung gestellt. Die Zuführung des Kapitals findet sowohl über normale Aktien als auch stimmrechtslose B-Aktien statt. In beiden Fällen hat die britische Regierung ihre Stimmberechtigung auf 75 % beschränkt, selbst wenn sie über die Umwandlung von B-Aktien einen höheren kapitalmäßigen Anteil an den Instituten hält. Alle Altaktionäre haben ihre Aktien behalten und die Aktien der Banken werden weiterhin an der Börse gehandelt.
- (iii) Niederlande. In den Niederlanden hat die Regierung EUR 10 Mrd. in Form einer stimmrechtslosen Wandelanleihe in ING investiert. Der staatliche Einfluss wurde durch zwei Sitze im Aufsichtsrat gesichert, die Regierung ist jedoch nicht stimmberechtigter Anteilseigner bei der Hauptversammlung. Bei Wandlung der Anleihen ergibt dies für den holländischen Staat einen Anteil von ca. 31 % an der ING. Zusätzlich zur Kapitalerhöhung stellte die niederländische Regierung der ING eine Bürgschaft für den größten Teil eines Portfolios von Subprime-Wertpapieren zur Verfügung.

- (iv) Frankreich. Am 20. Oktober 2008 kündigte die französische Regierung ihren Plan an, bis zu EUR 10,5 Mrd. für die Rekapitalisierung französischer Kreditinstitute zur Verfügung zu stellen. Im Rahmen dieses Planes erwirbt die Regierung nachrangige Schuldtitel, die zum Kernkapital gehören. Im Gegenzug müssen sich die Banken bereit erklären, mehr Kredite an Unternehmen, Kommunen und Haushalte zu vergeben. Am 11. Dezember 2008 schloss sich die erste Bankengruppe dem Plan an, bestehend aus Banques Populaires (EUR 0,95 Mrd.), BNP Paribas (EUR 2,55 Mrd.), Caisses d'Epargne (EUR 1,1 Mrd.), Crédit Agricole (EUR 3 Mrd.), Crédit Mutuel (EUR 1,2 Mrd.) und Société Générale (EUR 1,7 Mrd.). In keinem dieser Fälle hat die Regierung eine Kontrollmehrheit über diese Banken übernommen. Am 21. Januar 2009 kündigte die französische Regierung eine Aufstockung des Plans um weitere EUR 10,5 Mrd. an und gab den Banken die Möglichkeit, zusätzlich nachrangige Schuldtitel und/oder stimmrechtslose Vorzugsaktien zu begeben, die von der Regierung gezeichnet werden. Auch diese Kapitaleinlagen geben der Regierung keine ausdrückliche Kontrolle über das Tagesgeschäft der teilnehmenden Banken abgesehen von der Verpflichtung seitens der teilnehmenden Banken, ihre Kreditvergabe an die französische Wirtschaft als Voraussetzung für die staatliche Unterstützung auszuweiten.

Die Reputation Deutschlands als Investitionsstandort für ausländische Investoren würde durch eine Enteignung schweren Schaden nehmen. Deutschland hat als einer der wichtigsten Wirtschaftsstandorte in der Welt eine lange Tradition als offener, transparenter und sicherer Markt für Investoren. Deutschland profitierte bislang sehr stark von diesem Ruf und hat allein laut Bundesbank-Mitteilung vom April 2008 in 2006 knapp EUR 600 Mrd. an ausländischen Direktinvestitionen angezogen. Die Attraktivität als Investitionsstandort gilt es vor allem in Zeiten, in denen weltweit eine Vielzahl von Unternehmen um Eigenkapitalgeber werben, weiter zu stärken und nicht zu schwächen. Ausländische Investoren verfolgen die derzeitige Diskussion über den Gesetzentwurf sehr genau und vor allem, wie die *Ultima Ratio* in der Praxis definiert wird.

Tabelle 1: Ausgewählte Unterstützungsmaßnahmen der öffentlichen Hand bei deutschen Banken

Kapitalmaßnahmen und Liquiditätsgarantien	
EUR Mrd.	
Kapitalmaßnahmen der öffentlichen Hand	
Aareal (SoFFin)	0.5
BayernLB	10
Commerzbank (SoFFin)	18
HSH Nordbank (plus EUR 10 Mrd. Garantieschirm)	3
IKB	10
LBBW (plus EUR 20 Mrd. Garantieschirm SachsenLB)	5
WestLB (plus EUR 5 Mrd. Garantieschirm)	2
SoFFin Liquiditätsgarantien	
Aareal	4
BayernLB	15
Commerzbank	15
HRE	52
HSH Nordbank	30
IKB	5
Nord/LB (Garantie Land Niedersachsen u. Sachsen-Anh)	20
Volkswagen Bank	2

Anlage: Memorandum „Refinanzierungskosten“

Anhang: Refinanzierungskosten von Banken mit staatlicher Beteiligung

Auswirkungen staatlicher Beteiligung auf nicht staatlich garantierte Refinanzierung

Bei der Beurteilung von Marktkapazität und Refinanzierungsaufschlägen eines Finanzinstitutes in Schieflage ist die Höhe des staatlichen Anteils in der derzeitigen Situation nicht das primäre Kriterium. Viel wichtiger sind in diesem Zusammenhang:

- 1) Eine ausdrücklich zugesagte staatliche Garantie
- 2) Ein von der Regierung ausdrücklich gezeigtes Engagement zur Rettung und zum Erhalt der Bank
- 3) Die Erkenntnis, dass das Institut „zu groß“ ist, sprich, dass das systemische Risiko bei einem möglichen Konkurs des Instituts zu groß ist (in Bezug auf die Anzahl der Kunden, Umfang der Bilanz etc.)
- 4) Der Gesamteinsatz an Steuergeldern durch die Gewährung von Finanzierungs garantien oder durch Kapitaleinlage

Die herausragende Bedeutung von Garantien zeigt sich anhand der aktuellen Emissionstätigkeit. Anleger in festverzinsliche Anlagen unterscheiden erheblich zwischen staatlich garantierten Emissionen und nicht-garantierten Emissionen von Banken, unabhängig davon, ob in Staats- oder Privatbesitz.

Marktbeispiel 1: Commerzbank

Commerzbank hat vor kurzem eine nicht staatlich garantierte fünfjährige Euro-Anleihe mit einem Risikoaufschlag von 210 Basispunkten („Bp“) über der laufzeitgleichen mittleren Swaprate begeben. Zur gleichen Zeit wird die Emission dreijähriger staatlich garantierter Anleihen der gleichen Bank zu mid-swap plus 15 Bp gehandelt, also deutlich niedriger, selbst bei Berücksichtigung der unterschiedlichen Laufzeit.

Marktbeispiel 2: BayernLB und HSH Nordbank

Beide Banken sind im Wesentlichen im Besitz der öffentlichen Hand (BayernLB 50 % Freistaat Bayern plus 50 % Sparkassenverband; HSH Nordbank ca. 75 - 80 % nach angekündigter Rekapitalisierung), haben aber, wie viele andere Banken, derzeit nur eingeschränkten Zugang zu einer nicht durch den Staat garantierten unbesicherten Refinanzierung zu akzeptablen Kosten. Nur eine ausdrückliche Staatsgarantie durch die Bundesrepublik Deutschland über den SoFFin ermöglicht Marktzugang zu vernünftigen Refinanzierungskosten.

Marktbeispiel 3: Anglo Irish Bank

In Folge der Verstaatlichung befindet sich die Anglo Irish Bank zu 100 % im Eigentum des irischen Staates. Die staatlich garantierte Emission der Anglo Irish wird mit einem Risikoaufschlag von ca. 160 Bp gehandelt (analog zu den Kreditzinsaufschlägen der Republik Irland), während die nicht-garantierten Emissionen der Anglo Irish trotz 100%igem Staatsbesitz deutlich höher, bei etwa 900 Bp Risikoaufschlag, gehandelt werden; darüber hinaus besteht derzeit kein Zugang zu unbesicherten Emissionen.

Marktbeispiel 4: Kommunalkredit Austria (KA)

Obwohl es KA vor kurzem möglich war, eine staatlich garantierte dreijährige Emission zu Mid Swaps plus 85 Bp zu platzieren, bleiben ihr die nicht staatlich garantierten Märkte trotz eines fast 100%igen Staatsbesitzes derzeit verschlossen.

Marktbeispiel 5: American International Group (AIG)

Obwohl AIG von der amerikanischen Regierung aufgefangen wurde und mittlerweile zu fast 80% in staatlichem Besitz ist, werden erstrangige unbesicherte Schuldtitel mit einem Risikoaufschlag von 1.100 Bp gehandelt. Der Markt erwartet, dass der Zugang für eine erneute unbesicherte AIG-Emission verschlossen bleibt. Auch hier ist davon auszugehen, dass nur eine direkte staatliche Garantie deutlich niedrigere Refinanzierungskosten bewirken kann.

Marktbeispiel 6: KfW Bankengruppe (KfW)

Die direkt von der KfW ausgegebenen Finanzierungsinstrumente haben Refinanzierungsaufschläge, die mit ca. 40 Bp in der Größenordnung des Staates und der SoFFin-garantierten Papiere liegen. Die KfW ist jedoch eine Anstalt öffentlichen Rechts und nach §1a des KfW Gesetzes haftet der Bund für alle von der Anstalt begebenen Refinanzierungsinstrumente. Die niedrigen Refinanzierungskosten sind also vielmehr eine Folge dieser direkten Bürgschaft, und resultieren nicht aus dem 100 %-igen Staatsbesitz.

Auswirkungen der Höhe der staatlichen Beteiligung

Es ist schwierig, die Auswirkungen nach Höhe der staatlichen Beteiligung zu differenzieren, da alle anderen genannten und auch viele nicht genannte Faktoren (Rating, Qualität des Geschäftsmodells etc.) eine vergleichbare bzw. noch stärkere Auswirkung auf die Kosten haben.

Als Beispiel sei die Situation in Großbritannien herangezogen: Royal Bank of Scotland Group („RBS“) und Northern Rock befinden sich zu ca. 80 % bzw. 100 % in staatlicher Hand. Trotzdem werden die ungarantierten Papiere von RBS zu einem deutlich niedrigeren Aufschlag (ca. 400 Bp) gehandelt als die von Northern Rock (ca. 740 Bp). Interessant ist in diesem Zusammenhang auch, dass die Risikoaufschläge von RBS vor der Ankündigung der Erhöhung der Staatsbeteiligung Anfang März mit 300 Bp niedriger waren. Auch daran lässt sich ablesen, dass andere Aspekte einen wesentlich größeren Einfluss haben, als die Höhe der Staatsbeteiligung.

Gleichermaßen haben auch die unterschiedlichen Größenordnungen der Beteiligung vom Bund (und anderen staatlichen Einrichtungen) an den deutschen Banken wie Commerzbank (25 %), HSH Nordbank (ca. 75 - 80 % nach der angekündigten Kapitalerhöhung) und BayernLB (100 %) keine Auswirkung auf die staatlich nicht garantierte Refinanzierung, die in einem weitaus stärkeren Maße durch bankspezifische Faktoren beeinflusst wird. Lediglich Emissionen mit ausdrücklicher staatlicher Garantie durch SoFFin weisen deutlich geringere Refinanzierungskosten auf.

Übersicht: Refinanzierungsaufschläge von Banken mit Unterstützung der öffentlichen Hand

Refinanzierungsaufschläge (Bp)						
Bank	Höhe der staatl. Beteiligung am Stammkapital	Staatl. garantierte Instrumente		Nicht-Garantierte Instrumente		Land
		Marktniveau	Spread-Annahmen für Neuemissionen (5 Jahre)	Marktniveau	Spread-Annahmen für Neuemissionen (5 Jahre)	Marktniveau (5 Jahre)
Benelux						15
Fortis Netherlands	100%	Keine	80	255	325	
ING	0% (30% pro-forma nach Wandlung)	72	80	306	275	
Deutschland						-46
BayernLB	50% Freistaat Bayern/ 50% SpK Verband Bayern	16	60	Keine	-	
Commerzbank	25%	15	60	241	250	
Deutsche Bank	0%	Keine	60	134	275	
HSH Nordbank	pro-forma ca. 75-80% Bundesländer Hamburg und Schleswig-Holstein	20	60	Keine	-	
KfW Bankengruppe AöR	100% und direkte Staatsgarantie	Keine SoFFin-Garantie		39	47	
Irland						215
Anglo Irish	100%	160	250	887	-	
Großbritannien						-87
RBS	71% (83% pro-forma nach Wandlung)	31	80	414	300	
Lloyds	43% (77% pro-forma nach Wandlung) ⁽¹⁾	32	80	Keine	280	
Northern Rock	100%	Keine	80	842	-	
USA						-60
AIG	78%	Keine	35	1,106	-	
BofA	0%	21	30	422	500	
Citigroup	36%	22	30	503	650	
Fannie Mae	80%	Keine ausdrückliche Bürgschaft		15	40	
Freddie Mac	80%	Unter Vermögensaufsicht		21	40	

Quelle Bloomberg

Anmerkung

1) Annahme, dass B-Aktien nicht von bisherigen Aktionären gezeichnet werden