

# Zerstört Mervyn King das Bankensystem?

Urs Birchler

Version 16.11.2010

Der Gouverneur der Bank of England, Mervyn King, hat bei den Banken Entsetzen ausgelöst. Er verlangt von den Banken mehr Eigenmittel und bestreitet gar, dass ihnen dadurch Kosten entstehen (King, 2010). Die Bankenvertreter verstehen die Welt nicht mehr. Sie sprechen offen vom bevorstehenden Untergang des britischen Bankensystems (Nixon, 2010). Was ist bloss in den Gouverneur gefahren?

## Die Alltagserfahrung der Praktiker

Dass Eigenmittel teuer sind, erfahren die Banken täglich im Alltag. Die zu erwartende Rendite auf Aktien übertrifft bei allen Unternehmen die Rendite auf Fremdmitteln. Zusätzliche Eigenmittel erhöhen deshalb – so scheint es zumindest – die Finanzierungskosten. Es scheint sogar, als ob die Eigenmittel umso teurer werden, je mehr man davon braucht. Das junge Paar, das ein Eigenheim erwerben möchte, kratzt zuerst die eigenen Ersparnisse zusammen. Wenn's nicht reicht, belehnen die beiden ihre Guthaben bei der Pensionskasse. Reicht auch dies noch nicht, so gewährt vielleicht der alleinstehende Onkel Willy einen Erbvorbezug. Dafür erwartet er mehr gemeinsame Sonntagsausflüge. Jede zusätzlich Tranche Eigenkapital ist also mit grösseren Unannehmlichkeiten, sprich: Kosten, verbunden. Ähnlich ging es jener Schweizer Bank, die zuerst Eigenmittel aus den Gewinnen bildete, dann am Markt aufnahm, dann bei einem ausländischen Staatsfonds und zuletzt noch bei einem anonymen Investor aus dem Nahen Osten holen musste, bevor schliesslich der Bund einsprang. Jedesmal wurden die Bedingungen härter. Das Institute for International Finance (IIF), der Club der internationalen Grossbanken, spricht deshalb (Bericht vom Juni 2010) von einer „upward sloping supply curve for capital“ (einer aufwärtsgerichteten Angebotskurve für Eigenmittel).

## Die Brille der Theoretiker

Hier packt den Finanztheoretiker das Grauen: Mehr Eigenmittel bedeutet, dass sich die Last der Risiken einer Unternehmung auf mehr Schultern verteilt; die Kapitalgeber sollten daher mit einer geringeren Risikoprämie zufrieden sein. Das heisst, die Eigenmittel werden mit steigendem Anteil an der Finanzierung billiger – genau das Gegenteil von dem, was die Banken behaupten.

Wen dies zutrifft, so fällt auch das andere Argument der Banken in sich zusammen: Die Beobachtung, wonach Eigenmittel eine höhere Rendite erfordern als Fremdmittel, wird zwar nicht bestritten. Doch sie taugt nicht als Grundlage des Finanzierungsentscheids. Wenn der Anteil der Eigenmittel steigt, werden Eigenmittel *und* Fremdmittel sicherer und damit billiger. Umgekehrt verteuert eine Erhöhung der Leverage beide Komponenten. Änderungen der Finanzierungsstruktur führen damit zu zwei gegenläufigen Effekten: Einem Substitutionseffekt (Ersatz der relativ hoch zu entschädigenden Eigenmittel durch die tiefer rentierenden Fremdmittel) und einem Preiseffekt (Verteuerung beider Finanzierungskomponenten). Die entscheidende Frage ist: Welcher der beiden Effekte ist stärker?

## Die (beinahe) Irrelevanz der Finanzierungsstruktur

Es war die geniale Einsicht der beiden späteren Wirtschaftsnobelpreisträger Franco Modigliani und Merton Miller, dass sich die beiden Effekte bei perfekten Kapitalmärkten genau die Waage halten. Die Hoffnung, durch ein Herumschrauben an der Finanzierungsstruktur die Finanzierungskosten verringern zu können, beruht demnach im Kern auf einem Trugschluss.

Allerdings gelten die MM-Theoreme nur im Idealfall. Die beiden Entdecker haben selber die Gründe aufgelistet, die einen hohen oder niedrigen Eigenmittel attraktiv machen. Für einen *hohen* Eigenmittelanteil sprechen die Kosten finanzieller Stress-Situationen (Verluste, die einer Bank bloss deshalb entstehen, weil sie sich in Schwierigkeiten befindet). Ein *tiefer* Eigenmittelanteil lohnt sich, wenn die Schuldzinsen steuerlich abzugsfähig sind oder wenn die Schulden subventioniert werden durch Garantien Dritter, seien diese explizit (Einlagensicherung) oder implizit (erwartete Staatshilfe für „Too-big-to-fail“-Banken).

Die Ökonomen haben eine Reihe von Modellen gebaut, welche ausgehend von Kapitalmarkt-Unvollkommenheiten (d.h. Verletzungen der MM-Annahmen) die Finanzierungsstruktur erklären können. Diese sind aber zum grossen Teil irrelevant oder zweifelhaft (siehe im einzelnen Admati, De Marzo, Hellwig & Pfleiderer, 2010). Erst unter dem Eindruck der Finanzkrise und dem Widerstand der Banken gegen höhere Eigenmittelanforderungen haben sie sich der Frage zugewandt: Welche Abweichungen von den MM-Annahmen sind in Wirklichkeit relevant? Und: Was können wir zur laufenden regulatorischen Debatte beitragen?

## Private versus gesamtwirtschaftlich optimale Finanzierung

Theoretisch begründbar und gleichzeitig praktisch relevant für die Kapitalstruktur sind im Bankenbereich eigentlich nur zwei Punkte: (1.) Die Kosten, die einer Bank entstehen, wenn sie in Schwierigkeiten gerät (z.B. Vertrauensverlust im Vermögensverwaltungsgeschäft) rufen nach *hohen Eigenmitteln*. (2.) Steuern (bzw. die Abzugsfähigkeit von Schuldzinsen) und vor allem Drittgarantien (explizite oder implizite Staatsgarantie) belohnen umgekehrt *hohe Fremdmittel* – jedenfalls aus Sicht der Bank. Aus Sicht der Gesamtwirtschaft zählen Staatsgarantie und Steuern jedoch nicht als Argumente für hohe Leverage, da deren Risiken letztlich vom Steuerzahler berappt werden.

Dies alles spricht eher gegen die Behauptung der Banken, Eigenmittel seien teuer – sowohl aus der Perspektive der einzelnen Bank als auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht. Genau auf diese Erkenntnis bezog sich Mervyn King (2010). Nach einem halben Jahrhundert ist die Entdeckung aus den 1950er Jahren also im Repertoire des Gouverneurs der Bank of England angelangt – und löst gleich einen Glaubenskrieg aus. Lässt sich dieser schlichten?

## Weshalb Praktiker und Theoretiker einander nicht verstehen

Theoretiker und Praktiker verstehen einander beim Thema Kapitalkosten wie Hund und Katz: Die Theoretiker scheinen blind für die banalste praktische Alltagserfahrung; die Praktiker scheinen taub für ein längst bekanntes – nobelpreisgekröntes – Argument. Dabei argumentieren beide, aus ihrer Warte gesehen, plausibel. Eine Verständigung scheidert daran, dass beide Seiten hartnäckig über verschiedene Dinge sprechen. Die Bankpraktiker sprechen über die Kosten der *Beschaffung* von Eigenmitteln, die Theoretiker über die Kosten der *Haltung* von Eigenmitteln.

Die Beschaffung von Eigenmitteln, bei einer *bestehenden* Unternehmung, die bereits Fremdmittel aufgenommen hat, ist tatsächlich teuer. Die zusätzlichen Eigenmittel kommen nämlich zum Teil den bestehenden Geldgebern zugute. Ein zusätzlicher Franken Eigenmittel macht sowohl das bestehende Fremdkapital als auch die Eigenmittel marginal sicherer. Eine Erhöhung der Eigenmittel bedeutet deshalb eine Quersubvention der bestehenden Geldgeber. Merton Miller hat im Aufsatz "Do the MM-Propositions apply to Banks?" (1995) selber auf diesen Effekt hingewiesen.

Die Irrelevanz der Finanzierungsstruktur im Sinne von Modigliani und Miller hingegen bezieht sich auf eine *neue* Unternehmung. Sie ist eine Antwort auf die Frage: Welches ist das optimale Finanzungsverhältnis einer Unternehmung, die finanziell „auf der grünen Wiese“ beginnt und nicht bereits Schulden aufgenommen hat?

### **Kurz- versus langfristig**

Welcher Standpunkt ist der richtige? Die Bankenvertreter können mit Fug und Recht darauf hinweisen, dass sie bereits bestehende Unternehmen leiten, die schon eine Finanzierung aufweisen. Also sind neue Eigenmittel teuer, weil ihr Ertrag zum Teil den bestehenden Fremdkapitalgebern zugute kommt. Dieses Argument hat kurzfristig seine Geltung. Langfristig jedoch stehen auch die bestehenden Schulden zur Refinanzierung an. In langfristiger Sicht ist jede Unternehmung neu. Damit gilt langfristig die Sicht von Modigliani und Miller. Mit anderen Worten: In längerfristiger Perspektive können Argumente für oder gegen höhere Eigenmittel nur durch Hinweis auf eine konkrete Verletzung der Annahmen hinter den MM-Theoremen begründet werden. Der bloße Hinweis auf die höhere Markttrendite der Eigenmittel im Vergleich zu den Fremdmitteln genügt nicht.

### **Folgerungen für die Regulierung**

Die Bankenregulierung zielt bei der Festsetzung der Eigenmittelanforderungen sinnvollerweise auf die langfristig richtigen Höhe der Eigenmittel. Die Klagen der Banken über teure Eigenmittel stossen in dieser längerfristigen Sicht weitgehend ins Leere (Admati, DeMarzo, Hellwig & Pfleiderer, 2010). In jüngster Zeit haben auch Behördenvertreter wie Mervyn King den Mut gefunden, auf einer Diskussion basierend auf den MM-Theoremen zu bestehen. Gleichzeitig gibt es gute Gründe, eine Anhebung der geforderten Eigenmittel nicht kurzfristig zu forcieren. Sowohl der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht die schweizerische Expertenkommission des Bundes zur Problematik der faktischen Staatsgarantie haben mit gutem Grund lange Übergangsfristien vorgesehen.

Ein Obligatorium hilft im übrigen jenen Banken, die aus der Finanzkrise gelernt haben und ihre Eigenmittel längerfristig ohnehin anheben möchten. Es verhindert, dass die Eigenmittelaufnahme im Markt als negatives Signal über den Zustand der Bank verstanden wird. Ferner entschärft ein Obligatorium das Problem, dass eine Kapitalaufnahme die Fremdkapitalgeber subventioniert. Wenn Kreditgeber darauf vertrauen können, dass während der Laufzeit ihrer Kredite die Eigenmittel angehoben werden müssen, kann eine Bank die Kredite billiger aufnehmen. Die Banken sind deshalb in der Regel bestrebt, höhere Eigenmittelvorschriften rasch zu erfüllen.

## Literatur

Admati, A.; DeMarzo, P.; Hellwig, M.; Pfleiderer, P. (2010). "Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is not Expensive". Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 86 und Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2065.

King, M., (2010). "Banking: From Bagehot to Basel, and Back Again", The Second Bagehot Lecture, Buttonwood Gathering, New York City (25 October).

Miller, M., (1995). "Do the M & M propositions apply to banks?" *Journal of Banking & Finance* 19 (3-4): 483-489.

Modigliani, F.; Miller, M. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review* 48 (3): 261–297.

Modigliani, F.; Miller, M. (1963). "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction". *American Economic Review* 53 (3): 433–443.

Nixon, S. (2010), "Mervyn King's Threat to British Banking", *The Wallstreet Journal* (November 11). <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703805004575606771299638044.html?mod=djemhe>