

UBS: Das Gewicht der Bondholder hat zulasten der Shareholder zugenommen

Den Obligationären Sorge tragen

Von Gion Reto Capaul

UBS ist trotz Stabilisierungsmassnahmen und Personalmutationen nicht aus dem Schneider; zu unsicher sind die Aussichten für die Finanzmärkte. Ohne die Kapitalerhöhungen wäre die Eigenmittelecke wie Schnee an der Sonne gefährlich schnell weggeschmolzen. Nachdem der Glanz der Marke gelitten hat und innerhalb eines Jahres der erste Offizier und der Kapitän ausgewechselt worden sind, fragen sich die Gläubiger, ob sie an Bord bleiben oder das Schiff verlassen sollen. Weshalb soll man UBS-Bonds halten oder gar kaufen? Es ist die Hoffnung, dass die neue Crew die grosse Bedeutung der Gläubiger für das Geschäftsmodell der UBS anerkennt und sich von der zu aggressiven Shareholder-Value-Orientierung abwendet.

Die Krise hat die Finanzierungspolitik und die Preisstruktur der Bank auf den Kopf gestellt. Die Börsenkapitalisierung ist innerhalb eines Jahres um 100 Mrd. Fr. eingebrochen (entspricht 100 000 Einfamilienhäusern), die Risikoprämien der Anleihen sind markant gestiegen. Die nachrangigen Frankenobligationen rentieren um 4,5%, UBS selbst kann von ihren Kunden für Festhypotheken nicht mehr verlangen. Privatkontobesitzern werden weiterhin mickrige 0,125% offeriert. Die Gesamtkapitalkosten – eine für die Aktienbewertung zentrale Kenngrösse – sind wegen des höheren Ausfallrisikos in die Höhe geschneit.

Kapitalerhöhung ist zentral

Auf ihrer Homepage rühmte die UBS, selbst als die Aktien unter 25 Fr. fielen, ihre Salve von Aktienrückkaufprogrammen: «UBS verwendet Aktienrückkaufprogramme mit dem Ziel, überschüssige Eigenmittel zu reduzieren und Liquidität an die Aktionäre zurückzuführen.» Das Verrückte ist, dass die Entscheidungsträger glaubten, Shareholder Value mit einer

vermeintlich optimierten Eigenmittelausstattung und raffinierten Finanzierungstechniken zu schaffen und dann überstrukturierte Anleihen ohne Bondholder Value gestolpert sind! Sie wiesen wohl bei Lancierung gute Ratings aus, doch fehlte den emittierenden Vehikeln das intrinsische Wertschöpfungspotenzial.

Genau das ist zum Glück bei der UBS selbst anders. Bondholder können Einfluss nehmen und Überzeugungsarbeit leisten, um eine Verbesserung für alle UBS-Anspruchsgruppen zu erreichen. Weil der Aktienwert abgesackt ist, übersteigt die Marktkausalisierung der UBS-Schuldverschreibungen die der Aktien. Es hat sich somit unter den Finanzinvestoren eine Machtverschiebung ergeben. Es braucht gemessen an der gigantischen Bilanzsumme von Ende 2006 2273 Mrd. Fr. relativ wenige zusätzliche Abschreibungen, um das Eigenkapital zu vernichten. Aktionäre müssen sich bewusst sein, dass sie im Horrorszenario Überschuldung alles verlören.

Deshalb sollte UBS sich nun vom Konzept des Bondholder Value leiten lassen, das ein professionelles, umsichtiges Risikomanagement belohnt. Es basiert auf drei Grössen, zu denen treue Obligationäre von den Schuldnern klare Aussagen fordern: Ausfallrisiko, Rückgewinnungsquote sowie Transparenz.

Erstens muss UBS die zweite Kapitalerhöhung mit vollem Engagement vorantreiben und den Aktionären deren grosse Bedeutung erklären. Solange Aussicht auf eine erfolgreiche Weiterführung des Geschäfts besteht, darf sich das Management in diesem garstigen Umfeld nicht a priori gegen weitere Kapitalerhöhungen stemmen. Solange die Reserven nicht aufgestockt werden können, sollten die Aktionäre im eigenen Interesse auf Dividenden verzichten. Statt breit Stellen abzubauen, sind eine Deckelung der Bonussumme auf z. B. maximal 3 Mrd. Fr. für die nächsten

drei Jahre und eine gerechtere, risikoadjustierte Verteilungspolitik anzustreben. Mit attraktiveren Konditionen und einer hervorragenden Dienstleistungspalette gewinnt UBS bei den Kunden das verlorene Vertrauen im Kerngeschäft zurück. Eine Aufspaltung ist wegen der schlechten Marktverfassung, der Bewertungsproblematik und der Managementkapazitäten nicht vordringlich: «Fix it, not split it.»

Mehr Sicherheit nützt allen

Zweitens achtet UBS darauf, dass sie während der wichtigen Phase der Liquiditäts- und Kapitalbeschaffung (zum Teil gegen Sicherheiten) nicht die Position der nichtgesicherten Bondholder und anderer Gläubiger verschlechtert oder Klauseln in Anleihenverträgen bricht, ohne dies mit den Bondinvestoren zu besprechen. Drittens intensiviert das Management die Kommunikation mit den verschiedenen Gläubigergruppen (Credit Relations) und schafft so Transparenz. Die den Bondinvestoren auf der Website und in anderen Medien zur Verfügung gestellten Informationen zu UBS-Bonds, UBS-Ratings und Finanzierungs-/Unternehmensziele werden ausgebaut. Auch der Austausch mit Notenbanken, Ratingagenturen und anderen Stakeholdern ist zu verbessern.

Es bestehen also gute Chancen, dass UBS zum Erfolg zurückfindet. Werden die Empfehlungen befolgt, sinken die Gesamtkapitalkosten, was eine nachhaltige Erholung der Aktien- und Anleihenurse bewirkt. Von mehr Sicherheit profitieren alle UBS-Interessengruppen. Schliesslich symbolisieren die drei Schlüssel im Logo der UBS, das 1937 kurz nach der Weltwirtschaftskrise von der Künstlerin Warja Honegger-Lavater gestaltet wurde, «Vertrauen, Sicherheit und Verschwiegenheit».

Gion Reto Capaul ist Gründer und Inhaber von Visual Finance in Winterthur.