

Deutsches Institut für Bankwirtschaft

Schriftenreihe

Band 7

Contingent Convertibles – Die Auswirkungen von Basel III auf Bankanleihen

von

Vanessa Brahmi

herausgegeben von Henrik Schütt

Abstract der Arbeit

Durch die neuerliche Änderung der Eigenkapitalvorschriften (Basel III) verlieren vormals von den Banken emittierte Hybridanleihen die Anrechenbarkeit auf das Eigenkapitel. Ersatz könnten die so genannten Contingent Convertibles (CoCos) schaffen. Ausgehend von den anstehenden Änderungen der Eigenkapitalanforderungen werden zunächst die klassischen Wandelanleihen und dann die moderne Variante der Contingent Convertible Bonds vorgestellt und anhand zahlreicher Gestaltungsmöglichkeiten analysiert. Die Gestaltung ist von besonderem Interesse, da Verbindlichkeiten aus Contingent Convertibles bei Eintritt festgelegter Ereignisse in Eigenkapital der emittierenden Unternehmen gewandelt werden, was zu ihrer Anrechenbarkeit auf die Eigenkapitalanforderungen führen kann.

Zitation:

Brahmi, Vanessa (2011):

Contingent Convertibles – Die Auswirkungen von Basel III auf Bankanleihen

In: Deutsches Institut für Bankwirtschaft – Schriftenreihe, Band 7 (12/2011)

ISSN 1869-635X erhältlich unter:

<http://www.deutsches-institut-bankwirtschaft.de/schriftenreihe>

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| Abkürzungsverzeichnis | III |
| Abbildungsverzeichnis | III |
| 1. Einleitung..... | 1 |
| 2. Basel III..... | 2 |
| 3. Convertible Bonds..... | 3 |
| 4. Contingent Convertible Bonds..... | 4 |
| 4.1 Die Ausgestaltung aus Sicht der Regulierer..... | 5 |
| 4.2 Die Ausgestaltung aus Sicht der Aktionäre..... | 5 |
| 4.3 Die Ausgestaltung aus Sicht der Investoren..... | 6 |
| 4.3.1 Institutionelle Investoren..... | 6 |
| 4.3.2 Hedge Fonds und vermögende Privatkunden..... | 6 |
| 4.3.3 Mitarbeiter der Kreditinstitute..... | 6 |
| 4.4 Die Ausgestaltungsmerkmale..... | 7 |
| 4.4.1 Die Wahl des Triggers..... | 7 |
| 4.4.2 Der Umwandlungskurs..... | 9 |
| 5. Fazit..... | 10 |
| Literaturverzeichnis..... | 12 |
| Internetverzeichnis..... | 14 |

Abkürzungsverzeichnis

| | | |
|-------|---|---|
| AktG | - | Aktiengesetz |
| AnlV | | Anlageverordnung - Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen |
| KWG | - | Kreditwesengesetz |
| PublG | | Publizitätsgesetz - Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen |
| SchVG | | Schuldverschreibungsgesetz - Gesetz über Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen |

Abbildungsverzeichnis

| | |
|--|------|
| Abbildung 1: Anforderungen an das Eigenkapital der Banken nach Basel II und III..... | S. 3 |
| Abbildung 2: Durchschnittliche Kernkapitalquoten der größten deutschen Banken mit Beispielen für mögliche Trigger..... | S. 9 |

1. EINLEITUNG

Nach der jüngsten Finanzkrise hat sich gezeigt, dass für die Solvenz einer Bank nicht nur die Höhe des Eigenkapitals, sondern auch die Qualität des Eigenkapitals bedeutend ist. Aufgrund dessen hat der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht im Dezember 2010 neue Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken beschlossen, das sogenannte „Basel-III-Rahmenwerk“, womit die aufsichtsrechtlichen Vorgaben des Aktionsplans zur Stärkung des Finanzsystems umgesetzt wurden.¹ Demnach zählen nur noch die hybriden Kapitalformen, die u.a. zur uneingeschränkten Verlustabdeckung zur Verfügung stehen, zum regulatorischen Eigenkapital.²

Um den neuen regulatorischen Vorgaben entsprechen zu können, beschäftigt sich das Kapitalmanagement der Banken mit Contingent Convertibles („CoCos“), einer neuen Form von Wandelanleihen. Diese werden bei einem vorher festgelegten Ereignis in Aktien gewandelt. Dadurch würde das Fremdkapital in Eigenkapital gewandelt werden, was wiederum den regulatorischen Anforderungen entsprechen würde.³ Die ersten Emissionen erfolgten bereits bei der Lloyds Banking Group im November 2009 sowie bei der Rabobank im März 2010.⁴

In dieser Arbeit sollen die Platzierbarkeit von CoCo-Bonds sowie die dabei entstehenden Herausforderungen dargestellt werden. Anhand der verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten soll versucht werden, die sinnvollste herauszufinden. Da es sich bisher um ein hauptsächlich theoretisches Thema handelt, bei dem es kaum Erfahrungswerte gibt (bzw. diese aufgrund ihrer kurzen Emissionszeit noch nicht abschließend bewertbar sind), wird die Arbeit die verschiedenen theoretischen Aspekte erklären und bewerten.

Hierfür werden vorerst die Hintergründe für die Einführung von CoCo-Bonds erläutert. Um die Funktionsweise zu verdeutlichen, wird anschließend auf herkömmliche Wandelanleihen (Convertible Bonds) eingegangen, was eine Art Basisverständnis für Contingent Convertibles schaffen soll. Im darauf folgenden Teil sollen die Ausgestaltungsmöglichkeiten der Pflichtwandelanleihen aufgezeigt werden, wobei zuvor die zu berücksichtigenden Investorengruppen mit den unterschiedlichen Interessen erläutert werden.

¹Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2010)

²Vgl. Deutsche Bundesbank (2011), S.11

³Vgl. Heidorn, Thomas und Gerhold, Mirko (2004), S.13

⁴Vgl. Lloyds Banking Group (2009) und Rabobank Group (2010)

2. BASEL III

Kreditinstitute müssen im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern, insbesondere im Interesse der Sicherheit der ihnen anvertrauten Vermögenswerte, angemessene Eigenmittel haben (§10 Abs.1 Satz 1 KWG). Die Eigenmittel erfüllen hierbei diverse Funktionen.⁵ Durch die 2008 gestartete, hauptsächlich durch den Zusammenbruch des US-Immobilienmarktes verursachte⁶, Finanzkrise zeigte sich jedoch, dass die Eigenmittel der Kreditinstitute im Hinblick auf die Funktion der Verlustabsorption Qualitäts- und Quantitätsdefizite aufwiesen.⁷ Auch deutsche Banken, namentlich z.B. die Commerzbank, IKB oder die Bayern LB, konnten ihre Verluste nicht auffangen. Aufgrund der sogenannten „too-big-to-fail“-Problematik der systemrelevanten Kreditinstitute sowie zur Vermeidung von „bank-runs“ mussten die Kreditinstitute Staatshilfen in Form von Garantien bzw. liquiden Mitteln in Anspruch nehmen.⁸ Um künftige Krisenzeiten selbst bewältigen zu können, wurden am 12. September 2010 vom Baseler Ausschuss neue Kapital- und Liquiditätsregeln („Basel III“) zur Stabilisierung des Finanzmarktes beschlossen. Die Umsetzung der Neuerungen soll ab dem 01.01.2013 schrittweise erfolgen. Zentraler Punkt war hierbei die Eigenkapitalausstattung der Kreditinstitute. Die Mindestanforderungen an das Kernkapital wurden erhöht, die Bedeutung des Ergänzungskapitals wurde gemindert (Vgl. Abbildung 1).

Bei Kreditinstituten, die als Aktiengesellschaft firmieren, werden nur noch Aktien und einbehaltene Gewinne, die einem 14-Punkte-Kriterienkatalog entsprechen, als hartes Kernkapital anerkannt. Bei Kreditinstituten anderer Rechtsformen zählen zu den einbehaltenen Gewinnen auch deren typische Eigenkapitalinstrumente, beispielsweise bei den Sparkassen die stillen Einlagen oder bei Genossenschaftsbanken die Genossenschaftsanteile. Das harte Kernkapital wird ergänzt durch zusätzliche Kernkapitalinstrumente (die früheren „hybriden“ Kernkapitalformen), die nach Basel III nur noch in geringerem Umfang anerkannt werden.

⁵ In der Literatur werden i.d.R. sieben Funktionen genannt, Funktion der Errichtungsgrundlage, der Begrenzung des Geschäftsvolumens, der Risikobegrenzung, des intertemporären Gewinn- und Verlustausgleichs, der Gewinnverteilungsbasis, sowie die Finanzierungs- und Vertrauensfunktion, vgl. hierzu Grimmer, Jörn Ulrich, Gesamtbanksteuerung – Theoretische und empirische Analyse des Status Quo in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich und der Schweiz (2003), S.144

⁶ Vgl. The Financial Crisis Inquiry Commission (2011), S.1

⁷ Vgl. Zwahlen, Stephan A. (2010), S.165

⁸ Durch die Bundesrepublik Deutschland wurden die deutschen Kreditinstitute mit einem Hilfspaket von insgesamt 500 Mrd. € unterstützt, vgl. Bundesministerium der Finanzen (2008)

Auch das zusätzliche Kernkapital muss einem Kriterienkatalog entsprechen, der 14 Punkte umfasst. Gemeinsam bilden sie das „going concern capital“, also Kapital, das der Verlustabdeckung während der Unternehmensfortführung sowie dem Schutz vor Insolvenz dient.⁹

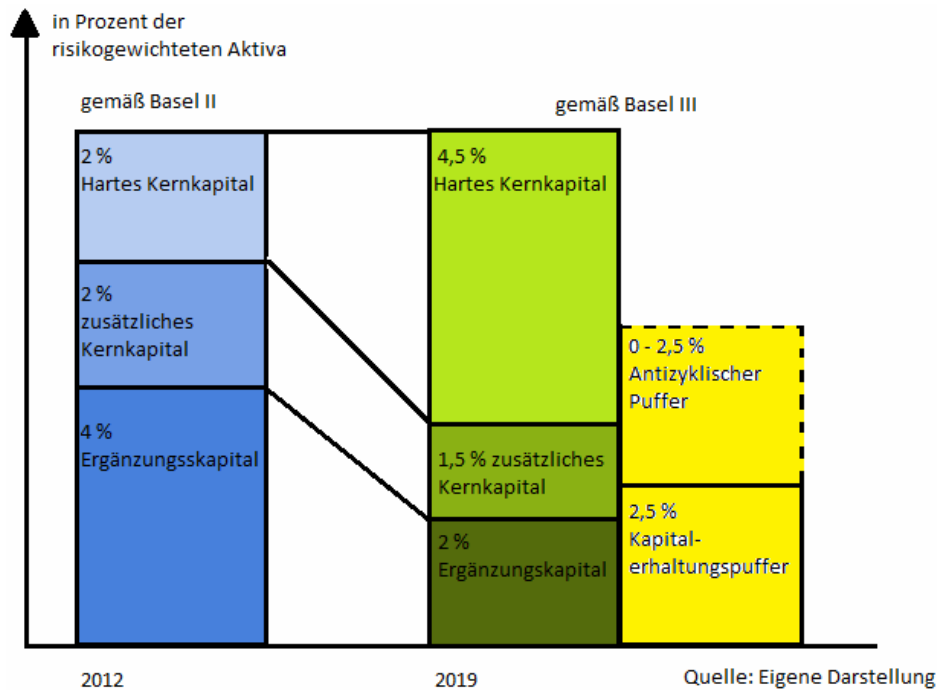


Abbildung 1: Anforderungen an das Eigenkapital der Banken nach Basel II und III

Genau an dieser Stelle setzen die Überlegungen über Contingent Convertible Bonds an. Angesichts der regulatorischen Änderungen bezüglich der Anforderung und Anrechenbarkeit für das Kernkapital gilt es nun für Banken, Anleihen zu emittieren, die der vollen Verlustabdeckung dienen. Es haben sich neben den hier behandelten Contingent Convertibles weitere Formen bedingten Kapitals (Contingent Capital) gebildet, unklar ist allerdings noch die regulatorische Anrechenbarkeit dieser Instrumente.¹⁰

3. CONVERTIBLE BONDS (Wandelanleihen)

Convertible Bonds zählen zu den hybriden Wertpapieren, die in sich Eigen- und Fremdkapitaleigenschaften vereinen.¹¹ Bei dieser, in der Regel nachrangigen, Schuldverschreibung besitzt der Eigentümer das Recht, die Anleihe in Aktien wandeln zu lassen. Diese Wandlung geschieht binnen einer festgelegten Frist zu vorher festgelegten Umtauschverhältnis-

⁹ Vgl. Basel Committee on Banking Supervision (2010), S.10 ff.

¹⁰ Vgl. Zähres, Meta (2011), S.3

¹¹ Vgl. Schäfer, Henry (2002), S. 514

sen (§§ 221, 194 (1) AktG). Die Anzahl der zu beziehenden Aktien ist die „Conversion Rate“. Macht der Investor von diesem Recht keinen Gebrauch, so erhält er seine versprochenen Zinszahlungen sowie am Ende der Laufzeit den Nominalwert der Anleihe. Auf Zins- und Tilgungsleistungen besteht nach einer Wandlung in Aktien kein Anspruch mehr. Folglich würde ein rationaler Investor nur von seinem Wandelrecht Gebrauch machen, wenn der Conversion Value (der Wert der Anleihekomponente, also der faire Preis einer herkömmlichen Anleihe) den Straight Value (der innere Wert des Wandlungsrechtes) übersteigen würde.¹²

Der Wert eines Convertibles wird u.a. von dem Zinsniveau, der Volatilität der Zinsen, der Höhe bzw. auch den Veränderungen des Kreditrisikos des Emittenten, der Kuponhöhe sowie der Restlaufzeit, der Dividendenrendite, der Conversion Rate und einem möglichen Zwangswandlungsrecht bestimmt und stellt durch die Berücksichtigung der Abhängigkeiten eine komplexe Funktion dar. Da modelltheoretisch nicht alle Faktoren berücksichtigt werden können, ergeben sich viele Gestaltungsmöglichkeiten der Convertibles, die an die Bedürfnisse des Emittenten angepasst werden können.¹³

4. CONTINGENT CONVERTIBLE BONDS (CoCo-Bonds)

Ähnlich wie bei den Convertible Bonds handelt es sich bei Contingent Convertibles um nachrangige Schuldverschreibungen mit einem festen Kupon, die in Aktien gewandelt werden können. Im Gegensatz zu den Convertible Bonds entscheidet bei den CoCos nicht der Investor, sondern der Emittent, wann die Wandlung stattfindet. Hierfür werden von ihm ex ante festgelegte Kriterien (Trigger) bestimmt, wodurch die Wandlung von Fremdin Eigenkapital automatisch erfolgt. Wird der Wandlungsauslöser erreicht, so entsteht aus hybriden Anleihen haftendes Eigenkapital, welches die Eigenkapitalausstattung des Emittenten verbessert und somit Verluste ausgleichen kann. Somit bieten CoCos für Institute die Möglichkeit, ihre Kapitalqualität zu verbessern, ohne dabei auf die Ausgabe neuer Aktien angewiesen zu sein.¹⁴

Im Folgenden soll untersucht werden, wie CoCos unter Berücksichtigung der Interessensgruppen ausgestaltet werden sollten bzw. könnten.

Zu der Interessentengruppe zählen die Aktionäre, Investoren und Regulierer.

¹²Vgl. Fabozzi, Frank J. (2002), S.189

¹³Vgl. Wöster, Christoph (2003), S.71

¹⁴Vgl. Bernau, Patrick (2010)

4.1 Die Ausgestaltung aus Sicht der Regulierer

Wie bereits erläutert, wurden die Eigenkapitalanforderungen bezüglich der Höhe und der Qualität verschärft. Das Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankrichtlinien und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinien (kurz: CRD II Umsetzungsgesetz) dient der Umsetzung der EU-Änderungsrichtlinien aus 2009. Damit hybride Finanzierungsformen angerechnet werden können, müssen sie die in §10 Abs. 4 KWG festgehaltenen Kriterien erfüllen. Dazu gehören, neben weiteren Bedingungen, die volle Verlustteilnahme im laufenden Geschäftsbetrieb und die Nachrangigkeit im Insolvenz- oder Liquidationsfall. Die in Basel III formulierten Bedingungen verlangen ein vertraglich definiertes Ereignis, das die Wandlung auslöst. Eine Wandlung erfolgt gemäß §10 Abs.4 Satz 9 KWG im Belastungsfall des Kreditinstituts oder auf Veranlassung der Aufsichtsbehörden. Im Gegensatz zu einer klassischen Wandelanleihe (Convertible Bonds), bei der der Investor das Recht zu Wandlung erhält, erfüllen CoCos diese Anforderungen.¹⁵

Unter der Berücksichtigung von Basel III ist hierbei besonders vorteilhaft, dass sie nicht von dem Gewinnpotenzial hoher Risiken profitieren, wie es bei Aktien der Fall wäre, und dass sich die Risikoprämie der CoCos an dem Risiko eines Kreditinstitutes orientiert. Dadurch kann den CoCos ein disziplinierender Effekt zugestanden werden.¹⁶

4.2 Die Ausgestaltung aus Sicht der Aktionäre

Für die Altaktionäre ist von besonderer Bedeutung, dass durch eine Umwandlung der Anleihen in Aktien ihr eigener Aktienanteil verwässert werden könnte.

Eine Verwässerung tritt bei Aktiengesellschaften ein, wenn eine Grundkapitalerhöhung stattfindet und der Unternehmenswert nicht der entsprechenden Kapitalerhöhung angepasst wird. Dies ist bei einem Passivtausch der Fall, also bei einer Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital. Hierdurch würde der Kurs der alten Aktie sinken.¹⁷

Solche potenziellen, durch Contingent Convertibles verursachten, Kursverluste senken die Attraktivität von Aktien für Eigenkapitalgeber. Um Altaktionäre halten zu können und neue Aktionäre nicht zu entmutigen, gilt es also, eine Wandlung so unwahrscheinlich wie möglich zu gestalten, wodurch eine Kapitalverwässerung vermieden werden kann.¹⁸

¹⁵Vgl. Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009), S. 4

¹⁶Vgl. Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009), S. 5

¹⁷Vgl. Lüscher-Marty, Max (2010), 4.36

¹⁸Vgl. Zähres, Meta (2011), S. 9

4.3 Die Ausgestaltung aus Sicht der Investoren

Die wahrscheinlich größte Herausforderung stellen die Abnehmer dar. Um die einzelnen Interessen der Abnehmer identifizieren zu können, müssen die Investorengruppen differenziert werden. Zu den möglichen Investoren gehören institutionelle Investoren, Hedge Fonds bzw. vermögende Privatkunden und Mitarbeiter der Kreditinstitute.¹⁹

4.3.1 Institutionelle Investoren

Zu den institutionellen Investoren gehören Fonds, Versicherer, Pensions- und Versorgungskassen sowie Banken. Probleme bei den institutionellen Investoren bildet die bilanzrechtliche Behandlung der CoCos. Bisher erfolgten noch keine klaren Aussagen, ob die Wandelanleihen bilanzrechtlich als Aktien oder Anleihen behandelt werden.²⁰ Würden Contingent Convertibles künftig bilanzrechtlich als Aktien gelten, so wäre es vielen institutionellen Anlegern gemäß ihrer Anlagerichtlinien untersagt, diese zu kaufen (§2 (4) 3 AnlV).

4.3.2 Hedge Fonds und vermögende Privatkunden

Das ursprüngliche Ziel von Hedge Fonds war, die Anleger gegen Risiken aus Kursverlusten abzusichern. Inzwischen haben sich Hedge Fonds zu einer riskanten Anlagestrategie entwickelt, da die Anleger auf z.B. sinkende Kursbewegungen spekulieren. Durch Optionsscheine, Termingeschäfte oder Leerverkäufe profitieren Hedge Fonds von der Differenz zwischen dem ursprünglichen Kaufpreis und dem aktuellen, niedrigeren Kaufpreis. Das Risiko/Rendite-Profil ist hierbei deutlich höher als bei institutionellen Investoren.²¹ Das gleiche Prinzip gilt auch bei risikoaffinen, vermögenden Privatkunden. Da Contingent Convertibles ein höheres Risiko und eine dementsprechend höhere Rendite mit sich bringen als klassische Anleihen, könnte hier eine weitere Investorengruppe entstehen.²²

4.3.3 Mitarbeiter der Kreditinstitute

Im Hinblick auf die Problematik der (nicht) ausreichenden Investoren, wird überlegt, die Mitarbeiter der Kreditinstitute einzubeziehen. Diese bilden eine potenzielle Investorengruppe. Sie könnten statt einer monetären, zusätzlichen Vergütung vom Arbeitgeber Contingent Convertibles erhalten. Des Weiteren würde durch die Einbeziehung der Mitarbeiter ein positiver Nebeneffekt erzielt werden: Ein Mitarbeiter, der zeitgleich auch Investor ist,

¹⁹Vgl. Zähres, Meta (2011), S. 10

²⁰Vgl. Bundesverband deutscher Banken (2011), S.5 Bewertung der vorliegenden Beschlüsse zu BASEL III

²¹Vgl. Black, Keith H., Managing a Hedge Fund (2004), S.278

²²Vgl. Zähres, Meta (2011), S.10

hätte ein noch größeres Interesse an einer risikobewussten Arbeit, um so eine Wandlung in Aktien zu meiden. Dadurch würde das Risiko einer Umwandlung gesenkt werden können.²³

Gedanklicher Hintergrund ist hierbei das Principal-Agent-Prinzip: Der Principal (Auftraggeber) und der Agent (Auftragnehmer) können unterschiedliche Zielvorstellungen haben. Da in der Regel beiden Parteien unterschiedliche Informationen zur Verfügung stehen und jeder seine eigenen Interessen verfolgt, kann es dazu kommen, dass „der besser informierte den schlechter informierten Akteur systematisch ausnutzt“.²⁴

Der Anteil der von Mitarbeitern gehaltenen CoCos könnte schätzungsweise 10-25% des möglichen CoCo-Marktes betragen. Er bildet somit einen Anteil, genügt allerdings nicht aus, um den kompletten Markt abzudecken.²⁵

4.4 Die Ausgestaltungsmerkmale

4.4.1 Die Wahl des Triggers

Der Trigger stellt einen zur Wandlung veranlassenden Wert dar. Wird der auslösende Wert des Triggers erreicht, werden die Anleihen automatisch in Aktien gewandelt. Bei dem Trigger kann es sich um Eigenkapitalquoten, Marktwerte, Buch- bzw. Bilanzzahlen oder eine Kombination aus diesen handeln.²⁶ Zudem käme auch eine Wandlung in Betracht, die durch regulatorische Entscheidungen ausgelöst werden könnte. Doch aufgrund der ohnehin schon komplexen Struktur von CoCo-Bonds sollte bei der Wahl des Auslösers darauf geachtet werden, dass dieser transparent und nachvollziehbar ist. So können Informationsasymmetrien zwischen Emittent und Investor vermieden werden. Liegt die Wandlungsentcheidung bei den Regulierern, kann der Wandlungszeitpunkt von Emittenten und Investoren nur schwer eingeschätzt werden.²⁷

Buchwerte als Trigger stehen in direktem Zusammenhang mit dem Institut, wodurch die institutsspezifischen Bedürfnisse an Eigenkapital Berücksichtigung fänden. Sie werden zwar gemäß dem Publizitätsgesetz (PublG) regelmäßig (meist quartalsweise) veröffentlicht, jedoch stellen sie keine kontinuierliche Abbildung der Unternehmenssituation dar. Bei Bedarf müssten unabhängige Sonderprüfungen innerhalb kürzester Zeit durchgeführt

²³Vgl. Zähres, Meta (2011), S.10

²⁴Alparslan, Adem (2005), S. 19

²⁵ Vgl. Zähres, Meta (2011), S.10

²⁶ Vgl. Zähres, Meta (2011), S.7

²⁷ Vgl. Shadow Financial Regulatory Committee (2010)

werden.²⁸ Zudem hängen Buchwerte immer von der gewählten Rechnungslegungsmethode ab. Dadurch würden diese, entsprechend den Interessen des Managements, auslegbar sein.²⁹

Marktwerte als Trigger, wie z.B. Aktienkurse oder Preise auf den Credit Default Swap (CDS), könnten einen objektiven und transparenten Auslöser darstellen.³⁰ Der Nachteil bei Marktwerten ist die möglicherweise unnötige Wandlung, wie es zum Beispiel der Fall wäre, wenn zwar die Marktpreise unterhalb des festgelegten Wertes sinken würden, die Eigenkapitalquote allerdings noch unbedenklich ist. Im umgekehrten Fall könnte es auch sein, dass das Kreditinstitut weiteres Eigenkapital benötigt, die Marktwerte den Trigger aber noch nicht auslösen.³¹ Auch ein irrationales Verhalten der Marktteilnehmer³² spricht gegen einen auf Marktwerte basierenden Auslöser.

Eine weitere Möglichkeit für die Wahl des Triggers stellt die Eigenkapitalquote dar. Hierbei besteht, ebenso wie bei den Buchwerten, das Problem der Offenlegungszeitpunkte, was durch Sonderprüfungen kompensiert werden müsste.³³ Der große Vorteil an der Verwendung dieser Kennzahl ist die risikogerechte Wandlung. Die Eigenkapitalquote zeigt das Verhältnis vom Eigen- zum Gesamtkapital. Je höher die Eigenkapitalquote eines Unternehmens ist, desto stabiler und unabhängiger ist die Finanzlage des Unternehmens.³⁴ Diesem Sicherheitsaspekt wurde auch in Basel III eine bedeutende Rolle zugeschrieben.

Angesichts der oben aufgeführten Vor- und Nachteile scheint die Wahl eines auf Eigenkapitalquoten basierenden Auslösers trotz des Aufwandes durch Sonderprüfungen geeignet.

Des Weiteren muss auch die Höhe des Triggers beachtet werden. Die Höhe gibt hierbei den Schwellwert der Eigenkapitalquote an, bei dessen Unterschreiten eine Wandlung stattfindet. Je höher der Trigger also festgelegt wurde, desto schneller wird die Anleihe gewandelt.

²⁸ Vgl. Zähres, Meta (2011), S.8

²⁹ Vgl. Tietz-Weber, Susanne (2005), S.52

³⁰ Vgl. Flannery, Mark J. (2009)

³¹ Vgl. McDonald, Robert L. (2011), S.20

³² Vgl. DeBondt, Werner F. M. (1995), S.8

³³ Vgl. Zähres, Meta (2011), S.8

³⁴ Vgl. Hoen, Katharina (2010), S.11

Die folgende Abbildung stellt, bezogen auf die Eigenkapitalquote, ein Beispiel für einen hohen und einen tiefen Trigger dar.³⁵

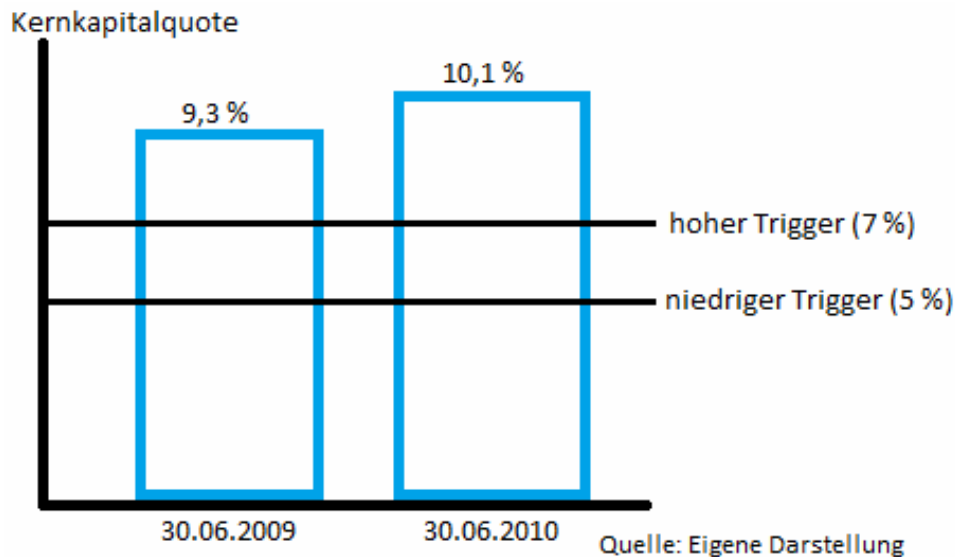


Abbildung 2: Durchschnittliche Kernkapitalquoten der größten deutschen Banken mit Beispielen für mögliche Trigger

Die Höhe des Triggers bestimmt einerseits den Preis und andererseits auch die Funktion und damit verbunden die möglichen Investorengruppen. Würde der Trigger niedrig festgelegt werden, so fände eine Wandlung in Aktien nur in Notfällen statt, sie würden also „eher als Katastrophenversicherung in systemischen Krisen fungieren“.³⁶ Durch das geringere Risiko einer Wandlung wäre auch der vom Markt verlangte Risikoaufschlag niedriger, die Refinanzierung für den Emittenten wäre günstiger.³⁷ Institutionelle Investoren könnten Abnehmer der CoCo-Bonds werden, da das Wandlungsrisiko besser abzuschätzen wäre.

4.4.2 Der Umwandlungskurs (Conversion Rate)

Der Umwandlungskurs beschreibt den Wert und die Anzahl der nach einer Wandlung zu erhaltenden Aktien und wird ebenfalls in den Anleihebedingungen festgehalten (§2 SchVG). Bei dem Wert der zu beziehenden Aktien kann eine Wandlung unter, über oder gleich dem Nennwert der Anleihe festgelegt werden. Angesichts möglicher Manipulationsversuche könnte eine Wandlung unterhalb des Nennwertes diese einschränken. Anreize

³⁵ Die Kernkapitalquoten entstammen einem Durchschnitt der größten deutschen Banken aus 2009 und 2010, vgl. Ernst & Young (o.J.), S.28

³⁶ Zähres, Meta (2011), S.7

³⁷ Vgl. Mayo, Herbert B. (2008), S.568

zur Manipulation hätten z.B. Investoren, die marktbasierende CoCo-Bonds halten und die Aktien des gleichen Emittenten leerverkaufen. Der Aktienkurs könnte auf diese Weise gesenkt werden und eine Wandlung erfolgen. In der Hoffnung einer Erholung des Aktienkurses, würde der Investor dann an den gewandelten Aktien Gewinne vereinnahmen.³⁸ Solche Manipulationsversuche könnten durch eine vorab festgelegte Stückzahl der Aktien reduziert werden, denn so wäre eine erzwungene Wandlung nicht sehr ergiebig. Da aber im vorangegangenen Teil von einem Trigger auf Marktpreisen basierend abgeraten wurde, soll auf diese Manipulationsmöglichkeit nicht weiter eingegangen werden. Würde stattdessen über dem Nennwert der Anleihe gewandelt werden, hätte dies zwei positive Effekte. Zum einen wären die Kreditinstitute motivierter, eine Umwandlung zu vermeiden, zum anderen könnte aber auch die Risikoprämie aufgrund der steigenden Attraktivität für Investoren niedriger ausfallen.³⁹

Folglich wäre eine Umwandlung mindestens zum Nennwert empfehlenswert.

5. FAZIT

Abschließend lässt sich sagen, dass Contingent Convertibles durchaus Potenzial haben, die bisherigen hybriden Kapitalinstrumente, die durch neue Regulierungen an Bedeutung verlieren, zu ersetzen. Sowohl aus Investorensicht wie auch aus der Sicht der Regulierer, bringen die Pflichtwandelanleihen Vorteile mit sich. Sie haben die Fähigkeit, Verluste zu absorbieren und sind gleichzeitig –je nach gewählter Höhe des Triggers– nicht anfällig gegenüber (marktüblichen) Schwankungen. Trotzdem bieten sie den Investoren eine höhere Verzinsung als herkömmliche Anleihen.

Eine ideale Ausgestaltung lässt sich jedoch nicht bestimmen, da die verschiedenen Investorengruppen unterschiedliche Ausgestaltungen präferieren würden. Es gäbe die Möglichkeit, dass sich dementsprechend verschiedene Formen von CoCos entwickeln werden. Voneinander abgrenzen könnten sich die Formen z.B. durch die Wahl des Triggers bzw. dessen Höhe. Somit ließen sich CoCo-Bonds durchaus platzieren.

Des Weiteren ist die Platzierbarkeit von künftigen regulatorischen Vorgaben abhängig. Sollten die Bedingungen für die Anerkennung als regulatorisches Eigenkapital sich dahin-

³⁸ Vgl. Neue Züricher Zeitung (2010)

³⁹ Vgl. Zähres, Meta (2011), S.9

gehend entwickeln, dass der Zeitpunkt der Wandlung in der Entscheidungsgewalt der Regulierer liegt, wird eine Platzierbarkeit weiter erschwert. Aufgrund dessen sollten vom Gesetzgeber nur allgemeine Vorschriften erlassen werden. Die detaillierten Bedingungen einer Wandlung sollten den Emittenten überlassen werden.

Voraussetzung hierfür ist allerdings das Vertrauen der potenziellen Investoren in den Finanzmarkt.

Literaturverzeichnis

Alparslan, Adem (2005)

Strukturalistische Principal-Agent-Theorie – Eine Reformulierung der Hidden-Action-Modelle aus der Perspektive des Strukturalismus, in: Hans Corsten et al. (Hrsg.): Information – Organisation – Produktion, Essen, 2005

Basel Committee on Banking Supervision (2010)

Results of the comprehensive quantitative impact study, Schweiz, 2010

Bernau, Patrick (2010)

CoCo-Bonds: Banken retten – leicht gemacht, in: FAZ, 01.04.2010

DeBondt, Werner F.M. (1995)

Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management, Charlottesville, 1995

Deutsche Bundesbank (2011)

Basel III – Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken, o.O., 2011

Ernst & Young (o.J.)

Entwicklung der größten deutschen Banken – Halbjahresvergleich 09/10, o.O., o.J.

Fabozzi, Frank J. (2002)

Fixed income securities, USA, 2002

Flannery, Mark J. (2009)

Contingent tools can fill capital gaps, in: American Banker, Vol. 174, Issue 117, 2009

Heidorn, Thomas und Gerhold, Mirko (2004)

Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen), in: Hochschule für Bankwirtschaft, Arbeitsheft Nr.50, Frankfurt/Main, 2004

Hoen, Katharina (2010)

Kennzahlen und Bilanz – Bilanzanalyse und Fallbeispiel Lenzing AG, Norderstedt, 2010

Lloyds Banking Group (2009)

exchange of preference shares for Enhanced Capital Notes, Ausgabe 124/9, o.O., 14.12.2009

Lüscher-Marty, Max (2010)

Theorie und Praxis der Geldanlage 1 – Grundlagen und traditionelle Investments, 3., überarbeitete Auflage, Zürich, 2010

Mayo, Herbert B. (2008)

Investments – An Introduction, USA, 2008

McDonald, Robert L. (2011)

Contingent Capital with a Dual Price Trigger, USA, 2011

Schäfer, Henry (2002)

Unternehmensfinanzen – Grundzüge in Theorie und Management, Heidelberg, 2002

The Financial Crisis Inquiry Commission (2011)

Releases Report on the Causes of the Financial Crisis, 2011

Tietz-Weber, Susanne (2005)

Interessengruppen und Rechnungslegungsregeln, Frankfurt/Main, 2005

Wöster, Christoph (2002)

Die Bewertung von Convertibles und Exchangeable Bonds bei stochastischer Zinsentwicklung, Bielefeld, 2003

Zähres, Meta (2011)

Contingent Convertibles – Bankanleihen im Wandel, in: DB Research, Deutschland, 2011

Zwahlen, Stephan A. (2010)

Kosten-/Nutzenanalyse mit Regulatory Scorecards – am Beispiel der Finanzmarktregulation, Schweiz, 2010

Internetverzeichnis

Basel Committee on Banking Supervision (2010)

Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Dezember 2010, abgerufen am 22.09.2010

<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>

Bundesministerium der Finanzen (2008)

Gesellschaft und Zukunft – Ihre Fragen zur Finanzmarktkrise, 16.10.2008, abgerufen am 28.09.2011

http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Buergerinnen_und_Buerger/Gesellschaft_und_Zukunft/039_Fragen_zur_Finanzkrise.html

Neue Züricher Zeitung (2010)

CoCo-Bonds als Stoßdämpfer in Krisen – Auf der Suche nach mehr Schutz vor Bankpleiten, in: Neue Züricher Zeitung, 15.04.2011, abgerufen am 27.09.2011

http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/coco-bonds_als_stosshaempfer_in_krisen_1.5448404.html

Rabobank Group (2010)

Rabobank successfully issues Senior Contingent Notes, 12.03.2010, abgerufen am 25.09.2011

http://www.rabobank.com/content/news/news_archive/005-RabobanksuccessfullyissuesSeniorContingentNotes.jsp

Shadow Financial Regulatory Committee (2010)

The Case for a Property Structured Contingent Capital Requirement, Shadow Statement No. 303, 13.12.2010, abgerufen am 27.09.2011,

<http://www.aei.org/paper/100169>

Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009)

An Expedited Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities – Working Paper, April 2009, abgerufen am 27.09.2011

<http://www.cfr.org/economics/expedited-resolution-mechanism-distressed-financial-firms-regulatory-hybrid-securities/p19002>