Welchen Einfluss hat die Emission von Contingent Convertibles auf die Refinanzierungskosten der Schweizer Grossbanken?

Bachelorarbeit

am

Institut für Banking und Finance

der

Universität Zürich

Prof. Dr. Urs Birchler

Verfasser: Matthieu Patrice

Abgabedatum: 27. Februar 2012

Executive Summary

Problemstellung

Vor dem Hintergrund der bisher offenbar nicht hinreichenden Anforderungen an die Kapitalisierung von Banken wird die Emission von *Contingent Convertible Bonds* in der Theorie und der Praxis vermehrt diskutiert. Bei diesen „CoCos“, wie sie umgangssprachlich genannt werden, handelt es sich um Anleihen, die sich unter vorher definierten Umständen (welche in der Regel eine finanziell angespannte Lage des Emittenten widerspiegeln) in neue Aktien des Emittenten wandeln. Das Konzept dieser verbrieften Pflichtwandelanleihen ist zwar nicht neu, stiess jedoch erst im Zuge der Finanzkrise von 2007 bis 2009 auf grösser werdendes Interesse bei der Diskussion darüber, welche Instrumente den Eigenmittelanforderungen von Banken angerechnet werden können. In der Schweiz mündete die generelle Diskussion der Eigenmittelvorschriften vonseiten des Gesetzgebers in einem revidierten Bankengesetz, das für die beiden systemrelevanten Banken UBS und Credit Suisse schrittweise bis 2018 Eigenmittel in Höhe von 19% der risikogewichteten Aktiven vorschreibt. Davon müssen mindestens 10%pkt. hartes Kernkapital bilden, während die restlichen 9%pkt. in Form von CoCos gehalten werden dürfen. Beide Banken begannen bereits damit, dieses Verlust absorbierende Fremdkapital für ihre Kapitalisierung zu nutzen, beschränkten jedoch sehr unterschiedliche Wege. In der weiteren Diskussion, die den beschlossenen Einsatz der CoCos begleitet, spielen u. a. die Kosten eine Rolle, welche diese Refinanzierungsinstrumente den Emittenten generieren. Die vorliegende Arbeit ist der Frage gewidmet, wie sich eine Emission von CoCos in den einzelnen Kapitalkostensätzen der Schweizer Grossbanken niederschlägt.

Vorgehen

Die Arbeit lässt sich grob in zwei Teile gliedern. Im ersten Teil werden Contingent Convertible Bonds als Instrument vorgestellt. Sie werden von ähnlichen, etablierten Instrumenten abgegrenzt und hinsichtlich ihres Mechanismus erläutert. Die grosse Gestaltungsvielfalt, die einer emittierenden Bank zur Verfügung steht, wird aufgezeigt, indem jeder einzelne Parameter vorgestellt wird. Vor dem Hintergrund der Funktionsweise wird darauf eingegangen, welche Folgen eine entsprechende Ausgestaltung für die Eigenkapitalgeber, aber auch für die Investoren der CoCos, determiniert. Insbesondere schliesst diese Betrachtung auch Umstände von CoCos ein, die von Marktteilnehmern als Gefahren aufgefasst werden. Ferner wird der potenzielle Markt für CoCos vonseiten des Angebots und der Nachfrage eruiert.

Im zweiten Teil findet eine Betrachtung der Kapitalkosten einer Bank statt, die einen Anteil ihres „herkömmlichen“ Fremdkapitals in CoCos tauscht. Dafür wird zunächst das theoretische Rüstzeug für die Analyse aufgestellt, indem unter Bezugnahme auf das *Modigliani-Miller-Theorem* Begriffe wie *Leverage* und *Tax Shield* erläutert werden. Um zu verstehen, wie CoCos die Kapitalkosten einer Bank

beeinflussen, muss zunächst ein Bild davon gemacht werden, was die Kapitalkosten der CoCos selbst bestimmt. Dazu werden die zuvor beschriebenen Ausgestaltungsparameter hinsichtlich ihres Einflusses auf die Rendite untersucht, die Investoren von CoCos-Bonds fordern. Diese wird daraufhin den Renditen gegenübergestellt, welche die „klassischen“ Fremdkapitalgeber und die Eigenkapitalgeber fordern. Zum Schluss des theoretischen Teils wird der Kapitalkostensatz der CoCos in den gewichteten Gesamtkapitalkostensatz WACCs integriert, um anhand dieses Gerüsts die Kapitalkosten einer Bank unter dem Einfluss ausgegebener CoCos zu betrachten. Danach wird mit der Emission der CoCos vonseiten der Credit Suisse im Februar 2011 kurz eine empirische Sicht eingenommen. Diese soll die Frage beantworten, ob sich Unterschiede in der Entwicklung der Kapitalkosten der Credit Suisse auf diese Emission zurückführen lassen. Dafür wird das geschätzte Beta der Credit Suisse und ihr CDS-Spread mit der UBS als Benchmark verglichen und ein Jahr vor, sowie ein Jahr nach der Emission der CoCos begutachtet. Das Beta wird dafür mit einem rollierenden Zeitfenster geschätzt.

Auch wenn sich insbesondere im theoretischen Teil hinsichtlich der Emission von CoCos die Unterschiede zwischen den Schweizer und den ausländischen Grossbanken sehr in Grenzen halten, so wird dennoch stets die Perspektive der UBS und der Credit Suisse eingenommen. Der regulatorische Hintergrund, der mit dem im revidierten Bankengesetz verankerten Swiss Finish einen Hauptunterschied für die UBS und die Credit Suisse im Vergleich zu ausländischen Banken darstellt, wird jedoch nicht explizit aufgegriffen.

Resultate

Contingent Convertibles verfügen über eine komplexe Struktur. Die Rendite, mit der die Investoren von CoCos entschädigt werden möchten, hängt stark davon ab, ob und wie hoch die Ausgestaltung der Bonds den erwarteten Wertverlust infolge einer eventuellen Wandlung determiniert. Zum einen spielt insbesondere der Wandlungspreis eine grosse Rolle. Dieser Preis, zu dem der Investor im Falle einer Wandlung sein Nominalkapital gegen neue Aktien tauscht, bestimmt im Vergleich zum derzeitigen Marktpreis, ob der Investor einen Verlust aus der Wandlung erleidet und wie hoch dieser ist. Je höher der Wandlungspreis, desto höher ist der Coupon, den die emittierende Bank für den CoCo c. p. zahlen muss. Zum anderen ist die allgemeine Höhe des Auslösers entscheidend, die darüber bestimmt, wie hoch die Wahrscheinlichkeit einer Wandlung ist. Je höher der Auslöser ist, desto höher sind wiederum die Kapitalkosten für den CoCo. Neben diesen zwei Hauptdeterminanten gibt es viele weitere Einflussgrößen auf die geforderte Rendite. Da den Banken bei der Emission diese hohe Flexibilität in der Ausgestaltung zur Verfügung steht, ist es theoretisch denkbar CoCos zu emittieren, deren Rendite unter der des herkömmlichen Fremdkapitals oder mit einer anderen Ausgestaltung auch über der geforderten Rendite der Eigenkapitalgeber liegt. Die jeweilige Ausgestaltung birgt Rückwirkungen auf die Kapitalkosten der anderen Kapitalarten. Da CoCos gegenüber dem herkömmlichen Fremdkapital als nachrangig zu betrachten sind, senken sie dessen

Kapitalkosten. Aus der institutionellen Sicht der beiden Schweizer Grossbanken wird dieser Effekt jedoch relativiert, wenn davon ausgegangen wird, dass das Fremdkapital aufgrund einer impliziten Staatsgarantie ohnehin mit wenig Risiko behaftet ist. Der aufgrund des reinen Passivtauschs im Fremdkapital gleich bleibende Leverage-Faktor ändert auch nach der Ausgabe der CoCos nicht die Eigenkapitalkosten. Eine Änderung kann jedoch mit indirekten Insolvenzkosten argumentiert werden. So ist zu erwarten, dass sich die Eigenkapitalkosten zumindest aufgrund des geringeren Risikos einer drohenden Unterkapitalisierung verringern. Diese kann massive Kosten aufgrund einer unvorteilhaften Rekapitalisierung mit Eigenkapital implizieren. Die Kosten für diese „antizyklische Versicherung“ werden auf die des Fremdkapitalsatzes übertragen. Dies erhöht dabei aufgrund der steuerlichen Anrechenbarkeit der Fremdkapitalzinsen den Tax Shield der Bank.

Der klassische WACC ist in seiner Form jedoch ein unzureichendes Mass, da er im Fall von Wandlungsverlust-basierten CoCos ihre höheren Kosten berücksichtigt, nicht jedoch den potenziellen Nutzen, den die Bank bei einer Wandlung erfährt. Dieser besteht darin, neue Aktien mit einem Aufschlag zum Marktpreis absetzen zu können oder im Falle eines Write-Down-Bonds einen reinen ausserordentlichen Gewinn zu generieren.

Die empirische Beobachtung, um eine Differenz in der Entwicklung der Kapitalkostensätze der Credit Suisse auf die Emission ihrer CoCo-Bonds zurückzuführen, stellt sich als herausfordernd dar. Das Zeitfenster, das im Falle der Eigenkapitalkosten zur Schätzung des Betas gebildet werden muss, umfasst auch innerhalb des Vergleiches mit der UBS als Kontrollbank viel Unsicherheit. Zwar steigt die negative Differenz zwischen dem Beta der Credit Suisse und dem der UBS auf der Basis der rollierenden Schätzwerte nach der Emission, jedoch lässt sich dieser Effekt nicht mit dem STOXX Bank Index als Kontrollgruppe nachweisen. Entsprechend gibt es bei diesem Vorgehen keine Hinweise auf niedrigere Eigenkapitalkosten infolge der Emission.

Auch die Evaluierung der herkömmlichen Fremdkapitalkosten mittels CDS-Spreads erbringt keine Hinweise für sinkende Fremdkapitalkosten. Da bei der Credit Suisse aber von einer impliziten Staatsgarantie ausgegangen werden kann, ist eine Senkung dessen auch nicht zu erwarten. Ein statischer Vergleich der ausgewiesenen Bilanzwerte und Zinsaufwendungen zeigt auf, dass sich der langfristige Fremdkapitalkostensatz der Credit Suisse mit der CoCo-Tranche in Höhe von 2 Mrd. USD um ca. 5 Basispunkte erhöht.