

**Contingent Convertibles als Instrument zur Entschärfung der
Too-Big-To-Fail-Problematik – welche Schwierigkeiten bestehen
bei der Implementierung in der Praxis?**

Masterarbeit

in

Banking & Financial Services

beim

Institut für Banking und Finance

an der Universität Zürich

Betreuer

PROF. DR. URS BIRCHLER

(Markus Bürgi)

Autor: Chris Laske

Abgabetermin: 14. August 2012

Executive Summary

Problemstellung

Die jüngste globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat uns einmal mehr gezeigt, dass das Finanzsystem keineswegs die gewünschte Stabilität aufweist (SIF, 2010). Aufgrund intrasektoraler Vernetzungen sowie erhöhten Risiken in den Bilanzen der Banken wurde die Anfälligkeit des Systems erhöht. Dies hatte eine Infizierung zahlreicher Finanzinstitute zur Folge, woraufhin sich Regierungen gezwungen sahen, durch umfangreiche staatliche Kapitalhilfen, Garantien und die Übernahme von illiquiden Aktiven die Märkte und einzelne Banken zu stützen, um so einen allfälligen Dominoeffekt, ausgelöst durch die Insolvenz eines systemrelevanten Finanzinstituts, zu vermeiden (SIF, 2010). Stützungsaktionen, wie jene der Grossbank UBS im Oktober 2008 durch die Schweizerische Nationalbank waren dabei ausschliesslich auf Kosten der Steuerzahler möglich. Die Krise sowie die eingeleiteten Rettungs- und Stützungsmassnahmen haben in zahlreichen Staaten zu beunruhigenden Haushaltsdefiziten und hohen Verschuldungsquoten geführt (SIF, 2010). Aus gesamtwirtschaftlichem Interesse ist es daher offensichtlich, dass das Auftreten eines solchen Szenarios ein weiteres Mal zu verhindern gilt. Als Reaktion auf die Krise haben sich daher sowohl Bankenaufseher als auch die Forschung Gedanken darüber gemacht, wie im Extremfall „systemically important financial institutions“ (SIFIs) gerettet oder ordentlich liquidiert werden können, ohne dabei den Staat bzw. die Steuerzahler zu sehr in Mitleidenschaft zu ziehen (SIF, 2010). Erhöhte Kapitalanforderungen sowie spezielle Formen von Hybridkapital sollen an dieser Stelle als nur ein Beispiel bereits ergriffener Massnahmen genannt werden.

Ein weiterer, vor allem in der Schweiz verfolgter Ansatz sind sogenannte Contingent Convertible Bonds, welche im allgemeinen Sprachgebrauch auch oft Coco-Bonds genannt werden (Flannery, 2002). Bei Coco-Bonds handelt es sich zunächst um Obligationen, welche bei Eintreten eines im Voraus definierten Ereignisses (Trigger Event) automatisch in Aktien des emittierenden Institutes gewandelt werden. Mit diesem Instrument soll es möglich werden, temporär unterkapitalisierten, aber gesunden Banken neues Eigenkapital zuzuführen. Dies ist insbesondere in Krisenzeiten wichtig, wenn eine reguläre Kapitalerhöhung vom Markt nicht oder nur schwer aufgenommen werden würde.

So ist es nicht verwunderlich, dass Contingent Convertible Bonds ebenfalls im Reformpaket des Basler Ausschusses für Bankenregulierung (Basel III) Aufnahme gefunden haben. In Zukunft müssen demnach alle zur Erfüllung von Kapitalvorschriften eingesetzten Instrumente

einen solchen Umwandlungsmechanismus vorsehen. Die Schweiz geht sogar einen Schritt weiter, indem sie Coco-Bonds explizit in ihrem „Swiss Finish“ hervorhebt.

Auch wenn sich Coco-Bonds von Seiten der Aufsichtsbehörden grosser Zuneigung erfreuen können, muss sich dieses neuartige Finanzinstrument erst einmal im Markt beweisen. So dürfte der Respekt auf Investorenmenseite recht gross sein, diese neuen Wertpapiere zu bewerten und in eine entsprechende Anlagestrategie zu implementieren. Trotz fortschreitender Auseinandersetzung mit der Thematik besteht noch ein gewisses Forschungsdefizit für diese noch wenig erprobte Form von Hybridkapital, welches es aufzuarbeiten gilt. Insbesondere stellt sich dabei die Frage nach den optimalen Designelementen von Coco-Bonds sowie den bestehenden Implementierungsschwierigkeiten in der Praxis.

Zielsetzung

Die vorliegende Arbeit soll einen Beitrag zur Beseitigung der oben genannten Forschungslücken erbringen. Hierbei werden Coco-Bonds hinsichtlich Funktionsweise, Praktikabilität und Marktfähigkeit genauer untersucht, um so ein ganzheitliches Verständnis für dieses neuartige Finanzierungsinstrument zu schaffen. Ziel der Arbeit ist es, die Schwierigkeiten, welche bei der Implementierung von Contingent Convertible Kapital in der Praxis bestehen, zu eruieren und mögliche Lösungsansätze zu diskutieren. Der Fokus soll hierbei auf der Situation in der Schweiz und den Schweizer TBTF Banken liegen.

Als extrem komplexe Form des Hybridkapitals sind Contingent Convertible Bonds nur schwer mit bisher bekannten Finanzierungsinstrumenten vergleichbar. Grössen wie Auslöser (Trigger) und Umwandlungsrate (Conversion Rate), welche bereits bei Emission definiert werden, beeinflussen die Funktionsweise einzelner Coco-Bonds stark und erschweren deren Berechenbarkeit. Aufgrund der unzähligen Ausgestaltungsmöglichkeiten mittels der zuvor genannten Grössen, gibt es nicht DEN Coco-Bond, da die Ausgestaltung einzelner Designelemente immer mit neuen Chancen und Risiken verbunden ist.

Der einleitende Teil dieser Arbeit kommt deshalb dem Studium der Funktionsweise sowie den Ausgestaltungsmöglichkeiten für Coco-Bonds zu. Dabei soll auch Bezug auf die aktuelle Diskussion bezüglich der Verschärfung der Eigenmittelvorschriften für Schweizer TBTF-Banken genommen werden. In einem anschliessenden Teil soll kurz auf ein Bewertungsmodell für Contingent Convertible Bonds mit marktbasierten Triggern eingegangen werden.

Der Hauptteil der Arbeit konzentriert sich auf die Analyse der Interessen der einzelnen Stakeholder (beispielsweise TBTF Bank, Staat/Regulierung, Coco-Investoren, Fremdkapitalgeber u.a.) und die Frage, in welchem Masse der Einsatz von Coco-Bonds jenen Anspruchsgruppen entgegenkommt oder allenfalls widerspricht.

Aus Sicht der Regulierungsbehörden soll dabei in einem ersten Schritt die Einbettung von Coco-Bonds in ein weitere Massnahmen umfassendes Konzept diskutiert werden; immer mit dem Ziel vor Augen, die Stabilität der Volkswirtschaft zu garantieren ohne aber den Staatshaushalt oder die Steuerzahler zu sehr zu belasten. Aus Bankenperspektive soll anschliessend geklärt werden, wie Contingent Convertible Bonds in die bereits bestehende Kapitalstruktur integriert werden können und welchen Einfluss eine allfällige Emission auf die Gesamtkapitalkosten einer Bank hat. Der Erfolg von Coco-Bonds wird entscheidend davon abhängen, ob die Investoren dem Instrument wohlwollend gegenüber stehen und bereit sind, entsprechende Anteile zu zeichnen. Aus Investorenperspektive stehen dabei sicherlich die Einbindung in ihre Portfoliostrategie sowie die Notwendigkeit eines funktionierenden und liquiden Marktes im Vordergrund.

Der Leser der vorliegenden Arbeit erhält also einen detaillierten Einblick in die Ausgestaltungsmöglichkeiten und Designelemente von Coco-Bonds sowie wird er an die bestehenden Implementierungsschwierigkeiten und an die Interessen und Interessenskonflikte einzelner Stakeholder herangeführt.

Vorgehen

Die Arbeit ist wie folgt gegliedert. Der erste Teil der Arbeit beschäftigt sich mit der Funktionsweise sowie der Motivation von Contingent Convertible Bonds. Im Anschluss daran folgt eine intensive Auseinandersetzung mit den einzelnen Designelementen von Coco-Bonds. Fokus soll dabei auch auf die Chancen und Risiken von einzelnen Gestaltungsparametern gelegt werden. Das dritte Kapitel erarbeitet ein Bewertungsmodell basierend auf Optionen für Contingent Convertible Bonds und soll dem Leser einen kurzen Einblick in die technischen Feinheiten, welche sich hinter dem Pricing eines solchen Instrumentes verbergen, geben.

Die in den vorangegangenen Kapiteln erarbeiteten Ergebnisse bieten die Grundlage für den Rest der Arbeit. Das vierte Kapitel thematisiert Coco-Bonds aus Sicht der einzelnen

Stakeholder sowie stellt es die momentanen Schwierigkeiten dar, welche bei der Implementierung in der Praxis bestehen. Die Zusammenfassung, das letzte Kapitel, reflektiert nochmals die in der Arbeit aufgeworfenen Fragen sowie die darauf gefundenen Ergebnisse und versucht einen Ausblick auf die Zukunft dieses Finanzinstrumentes zu geben.

Resultate

Auch wenn die Aufsichtsbehörden die Einführung dieses Instrumentes fördern und antreiben versuchen, so steht fest, dass die erfolgreiche Entwicklung hin zu einer etablierten Assetklasse nur gelingen kann, wenn Coco-Bonds das Interesse der Investoren erwecken und genügend Anleger bereit sind entsprechende Anteile zu zeichnen. Bislang lässt sich allerdings eine gewisse Zurückhaltung auf Seiten der Investoren feststellen. Dies mag vor allem mit der fehlenden Erfahrung und dem mangelnden Wissen, wie dieses Instrument zu bewerten ist, zusammenhängen. In Zukunft ist daher damit zu rechnen, dass insbesondere Hedge Funds und andere wenig risikoaverse Anleger zu dem Investorenkreis zählen dürften. Bis Institutionelle Anleger Coco-Bonds als Teil ihres Anlageuniversums betrachten, dürfte hingegen wohl noch einige Zeit vergehen.

Abschliessend ist zu sagen, dass Coco-Bonds sehr wohl einen Beitrag zur Erhöhung der Stabilität im Finanzsystem beitragen können. Damit dies gelingen kann, muss bei der Ausgestaltung speziell auf drei Faktoren eingegangen werden. Zum einen müssen sich Aufsichtsbehörden und die Emittenten selbst darüber im Klaren sein, welche Wirkung sie mit dem Einsatz von Coco-Bonds erzielen möchten. Zum anderen spielt die institutsspezifische Situation ebenso eine wichtige Rolle. Ein entscheidender Faktor betrifft das Kaufinteresse der Investoren. So sollte bereits vor einer Emission das Interesse auf der Investorenseite eruiert werden und so die Ausgestaltung der Coco-Bonds auf deren Bedürfnisse abzustimmen. Allein so kann eine möglichst hohe Wirkung und Marktfähigkeit erzielt werden.