

Die auf den Empfehlungen der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen basierende Vernehmlassungsvorlage zur Änderung des Bankengesetzes setzt auf ein vielfältiges Massnahmenbündel, das auch die Emission von sogenannten CoCo-Bonds beinhaltet. Diese bedingten Pflichtwandelanleihen tragen den gestiegenen Eigenmittelanforderungen Rechnung und stellen ein innovatives Instrument zur Regulierung systemrelevanter Banken dar.

ROBERT BREITKREUZ

JENS VOLLMAR

CONTINGENT CONVERTIBLE BONDS ZUR KRISENPRÄVENTION

Eigenmittelvorschriften des E-BankG zur Begrenzung der Too-Big-to-Fail-Problematik in der Schweiz

1. TOO BIG TO FAIL ODER DAS PROBLEM DER SYSTEMRELEVANZ

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat gezeigt, wie die finanzielle Notlage einer systemrelevanten Bank nicht nur die Stabilität des Finanzsystems eines Landes, sondern darüberhinaus auch die Realwirtschaft gefährden kann. Dadurch wird ein solches Finanzinstitut zu einem Systemrisiko und muss im Krisenfall vom Staat gestützt werden. Das Institut ist *Too Big to Fail* (TBTF) und hält eine implizite Staatsgarantie, was im Extremfall die finanzielle Handlungsfähigkeit des betroffenen Staates überfordern kann [1]. Um diesem signifikanten und systemischen Risiko für die Volkswirtschaft zu begegnen und um die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten, wurden auf nationaler und internationaler Ebene diverse Massnahmen zur Reduktion des Risikos diskutiert. In der Schweiz hat der Bundesrat eine Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen eingesetzt [2], welche in ihrem Schlussbericht vom 30. September 2010 entgegenwirkende Massnahmen vorgeschlagen hat. Die Vorschläge der Expertenkommission mündeten in einem Entwurf für eine entsprechende Änderung des Bankengesetzes durch das Eidg. Finanzdepartement (EFD), welcher sich noch bis zum 23. März 2011 in der Vernehmlassung befindet [3]. Die Gesetzesänderungen könnten dabei frühestens Anfang 2012 in Kraft treten.

2. GEPLANTE MASSNAHMEN

Die vorgeschlagenen Änderungen im Entwurf des Bankengesetzes (E-BankG) enthalten in Art. 7 Abs. 1 E-BankG eine De-

finition des Begriffs «systemrelevante Bank» und legen damit zugleich den subjektiven Anwendungsbereich der neuen Bestimmungen fest. «Finanzgruppen und bankdominierte Finanzkonglomerate» sind systemrelevant, wenn ihr «Ausfall die Schweizer Volkswirtschaft und das schweizerische Finanzsystem erheblich schädigen würde». Gemäss Art. 8 Abs. 1 E-BankG legt die Schweizerische Nationalbank (SNB) nach Anhörung der Eidg. Finanzmarktaufsicht (Finma) durch Verfügung fest, welche Banken und welche ihrer Funktionen systemrelevant sind. Damit wird der SNB bewusst ein breiter Ermessensspielraum eingeräumt [4]. Es ist davon auszugehen, dass zumindest die beiden Schweizer Grossbanken unter die Definition fallen.

An die Definition knüpfen sich besondere Anforderungen an systemrelevante Banken (Art. 9 E-BankG), welche durch den Bundesrat noch weiter zu konkretisieren sind. Der Vielschichtigkeit der TBTF-Problematik soll gemäss der Gesetzesvorlage durch einen Katalog von Massnahmen begegnet werden. Vier Kernmassnahmen, welche in der Abbildung dargestellt sind, stehen im Zentrum des Massnahmenpakets [5].

Zur Vermeidung einer Krise ex ante, sollen die Massnahmen im Bereich Eigenmittel und Liquidität dienen. Diese Präventivmassnahmen sollen die Sicherheit erhöhen und das Risiko eines Ausfalls der systemrelevanten Banken mindern. Kommt es dennoch zu einer Krisensituation, sollen die Massnahmen im Bereich Risikoverteilung und Organisation kurativ wirken, indem sie entweder die Zwangssanierung oder die geordnete Abwicklung der nicht-systemrelevanten Teile der Institute ermöglichen. Damit soll verhindert werden, dass der Staat im Insolvenzfall gezwungen ist,



ROBERT BREITKREUZ,
DIPLOM-KFM., WISSENSCHAFT-
LICHER MITARBEITER,
INSTITUT FÜR ACCOUNTING,
CONTROLLING
UND AUDITING,
UNIVERSITÄT ST. GALLEN,
ST. GALLEN



JENS VOLLMAR,
MA. HSG, WISSEN-
SCHAFTLICHER
MITARBEITER INSTITUT
FÜR ACCOUNTING,
CONTROLLING
UND AUDITING,
UNIVERSITÄT ST. GALLEN,
ST. GALLEN

Abbildung: **KERNMASSNAHMEN**

Präventivmassnahmen	Kurative Massnahmen
Stärkung der Eigenmittelbasis	Bessere Risikoverteilung
Strengere Liquiditätsanforderungen	Organisatorische Massnahmen, die eine Weiterführung von systemrelevanten Funktionen (z. B. Zahlungsverkehr) bei drohender Insolvenz gewährleisten
Weitere Massnahmen im Bereich der (variablen) Vergütung (Art. 10b E-BankG)	

rettend einzugreifen, um die Aufrechterhaltung der systemrelevanten Funktionen dieser Banken zu gewährleisten. Sollten sämtliche TBTF-Massnahmen nicht ausreichen, um die systemische Krise zu bewältigen, sollen weitere Regelungen, welche das variable Vergütungssystem der notleidenden Bank beschränken, wirksam werden.

Im folgenden beschäftigt sich der Beitrag vorrangig mit den vorgeschlagenen Regelungen zur Stärkung der Eigenmittelbasis und unterzieht insbesondere das Instrument der bedingten Pflichtwandelanleihe, auch Wandlungskapital oder *Contingent Convertible Bond (CoCo-Bond)* genannt, einer kritischen Würdigung.

3. BESONDERE EIGENMITTELVORSCHRIFTEN SYSTEMRELEVANTER BANKEN

Laut Art. 9 Abs. 2 E-BankG müssen systemrelevante Banken insbesondere über Eigenmittel verfügen, die namentlich:

→ 1. gemessen an den gesetzlichen Anforderungen eine höhere Verlusttragfähigkeit gewährleisten als bei nicht-systemrelevanten Banken; → 2. im Fall drohender Insolvenz wesentlich zur Weiterführung der systemrelevanten Funktionen beitragen; → 3. ihnen Anreize setzen, den Grad ihrer Systemrelevanz zu begrenzen sowie ihre Sanier- und Liquidierbarkeit zu verbessern; → 4. an den risikogewichteten Aktiven einerseits und den nicht risikogewichteten Aktiven, die auch Ausserbilanzgeschäfte enthalten können, andererseits bemessen werden.

Der Bundesrat hat die besonderen Anforderungen unter Anhörung der SNB und der Finma zu konkretisieren. Für die Umsetzung der strengeren Eigenmittelvorschriften sollen im BankG jedoch grundsätzlich zwei neue Instrumente bereitgestellt werden: das Vorrats- und Wandlungskapital.

Gemäss Art. 12 Abs. 1 E-BankG ermächtigt die Generalversammlung den Verwaltungsrat zu einer selbstständigen Ausgabe von Aktien bei einer sich abzeichnenden oder bereits eingetretenen signifikanten Verminderung des Kapitals, bis hin zu der Grenze des genehmigten Vorratskapitals. Dies sogar unter Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechts für bisherige Aktionäre.

Wandlungskapital hingegen fliesst anfangs als Fremdkapitalinstrument in die Kapitalstruktur einer Bank ein. Gerät

diese Bank dann in einen, vorher festgelegten, Zustand finanzieller Not, so wird das Fremdkapital automatisch in Eigenkapital gewandelt. Die Wandlung rekaptalisiert die Bank ohne die Notwendigkeit einer Kapitalerhöhung über den Kapitalmarkt oder das Einschreiten von staatlicher Seite. Daher stellen CoCo-Bonds aus volkswirtschaftlicher Perspektive ein vermeintlich gut geeignetes Instrument zur Vermeidung überschuldeter Grossbanken dar. Für die Banken sind CoCo-Bonds eine Möglichkeit ihre gestiegenen Eigenmittelanforderungen zu erfüllen, da die CoCo-Bonds einen Teil des Eigenmittelbedarfs decken dürfen. Die CoCo-Bonds sollen die klassischen hybriden Kapitalinstrumente bei den Schweizer Grossbanken mittel- bis langfristig ersetzen. Mit dem Instrument der CoCo-Bonds werden Anleihegläubiger somit an einem Unternehmensverlust beteiligt. Damit sollen der Staat und Dritte vor einem notwendigen Eingriff im Sinne einer haftungsähnlichen Verpflichtung geschützt werden.

Bei der Implementierung der CoCo-Bonds überlässt es der Schweizer Gesetzgeber in weiten Teilen dem obersten Führungsgremium der Banken, dem Verwaltungsrat, wie die genaue Ausgestaltung der CoCo-Bond-Emission auszusehen hat. So übergibt der Entwurf zur Überarbeitung des BankG die Kompetenz zur Festlegung des auslösenden Moments für die Wandlung der Anleihen in Eigenkapital an den Verwaltungsrat (Art. 13. Abs. 4 lit. c. E-BankG). Aber auch das Wandlungsverhältnis und der Umfang der Wandlung müssen vom Verwaltungsrat bestimmt werden. Das bedingte Wandlungskapital ist demnach im Vergleich zum bedingten Kapital nach dem Obligationenrecht durch eine wesentliche Kompetenzverschiebung von der Generalversammlung zum Verwaltungsrat charakterisiert. Die Aufsichtsbehörde, namentlich die Finma, überprüft die Bedingungen der bedingten Pflichtwandelanleihen dann, wenn die CoCo-Bonds als Eigenmittel angerechnet werden sollen. Hier sieht der Gesetzesentwurf als Auslöser für die Wandlung das Unterschreiten einer bestimmten Eigenmittelquote vor. Die Ausgabebedingungen der CoCo-Bonds sind der Finma vorzulegen.

4. PROBLEMKREISE BEI DER IMPLEMENTIERUNG VON COCO-BONDS

4.1 Moral Hazard. Die CoCo-Bonds kristallisieren sich zunehmend als Hoffnungsträger für die Krisenbewältigung heraus und werden von der Schweizer Expertenkommission auch als geeignetes Instrument zur Dämpfung von Moral-Hazard-Problemen betrachtet [6]. So sollen fehlgeleitete Anreize aufgelöst werden, indem die Mitverursacher einer Krise, die Gläubiger, in die Verantwortung gezogen und zur Leistung eines Beitrags zur Rettung insolventer Banken verpflichtet werden. Vielfach wird als Argument angeführt, dass Gläubiger durch die Gewährung von zu günstigen Krediten die Kapitalstruktur der Banken negativ beeinflusst haben. Im Fall zukünftiger Krisen werden die Fremdkapitalgeber durch die Wandlung in Eigen- bzw. Risikokapitalgeber verpflichtet eine Krise mitzutragen. Der Notwendigkeit zur Rettung von Grossbanken mit Steuergeldern soll so entgegen gewirkt werden.

Darüberhinaus könnten CoCo-Bonds auch zur Verhaltenssteuerung des Managements von systemrelevanten Banken verwendet werden, wenn sie in das Vergütungsprogramm integriert werden. Die Entscheidungsträger würden dann ebenfalls in beschränkter Weise direkt an Unternehmensverlusten beteiligt.

4.2 Kosten und Platzierbarkeit. Bei der klassischen Wandelanleihe stellt das Optionselement einen Vermögenswert dar, für den der Anleger einen Preis zu entrichten hat (Long-Call-Option). Im Gegensatz dazu beinhaltet das Optionselement der bedingten Pflichtwandelanleihe eine Last, deren Übernahme dem Anleger zu entgelten ist (Short-Put-Option).

Als erstes Finanzinstitut emittierte die *Lloyds Bank* 2009 CoCo-Bonds in Höhe von GBP 7 Mrd. [7]. Es konnten zwar sämtliche Papiere platziert werden, dies jedoch nur unter dem

*«Eine Beeinflussung
der automatischen Wandlung
in Eigenkapital durch
die Führung einer Bank muss
ausgeschlossen werden.»*

Zugeständnis signifikant höherer Zinszahlungen [8]. Der theoretischen Überlegung und der empirischen Beobachtung folgend, ist zu konstatieren, dass die Möglichkeit der Wandlung von CoCo-Bonds höhere Zinskosten verursacht, als die Emission gewöhnlicher Anleihen. Die Höhe der Risikoentschädigung ist abhängig von der konkreten Ausgestaltung der CoCo-Bonds [9]. In der Schweiz wird die Emission von CoCo-Bonds verschiedener Gestalt zu beobachten sein, die unterschiedlich hohes Risikopotential und damit unterschiedlich hohe Zinsentschädigungen mit sich bringen werden. Damit können Anlegergruppen mit unterschiedlicher Risikoaversion angesprochen werden. Als Käufer für CoCo-Bonds könnten also Hedge-Fonds, aber auch Pensionskassen in Frage kommen.

Nichtsdestotrotz dürften Investoren angesichts des relativ neuen Anlagesegments zurückhaltend sein. Die *UBS* gibt sich im Vergleich zur *Credit Suisse*, die in den CoCo-Bonds eine gute Möglichkeit der Kapitalbeschaffung sieht, zurückhaltend [10]. Chancen sieht die Expertenkommission für den Schweizer Finanzplatz in der Vorreiterrolle bei der Verwendung der CoCo-Bonds zur Stabilisierung in Zeiten von Finanzmarktkrisen. Um eine schwache Nachfrage zu unterstützen bietet sich an, die CoCo-Bonds zur Hinterlegung als Sicherheit für die Kreditvergabe bei der Nationalbank zuzulassen. Zwar könnte so das Problem der Platzierbarkeit gelöst, aber das Problem einer zu starken Verflechtung der Grossbanken untereinander geschaffen werden.

Die höheren Kosten könnten zudem auf die Kunden überwälzt und die Kreditvergabe in der Schweiz und damit die Konjunktur geschwächt werden. Nach Meinung der Expertenkommission ist dieser Effekt allerdings leicht durch andere Kreditinstitute aufzufangen.

Da die CoCo-Bonds zunächst als Fremdkapital in die Bilanz einfließen, bieten sie den Vorteil der steuerlichen Absetzbarkeit der entstehenden Zinsaufwendungen. Dies kann den Effekt der höheren Zinskosten für die Banken dämpfen. Mit «einer generellen Abschaffung der Emissionsabgabe auf Obligationen und Geldmarktpapieren und einem Übergang vom Schuldner- zum Zahlstellenprinzip bei der Verrechnungssteuer auf Bond-Zinsen soll die Attraktivität für den gesamten Schweizer Kapitalmarkt und damit auch für die Begebung bedingter Pflichtwandelanleihen erhöht werden» [11].

Um sicherzustellen, dass eine angeordnete Wandlung im Krisenfall nicht durch Anfechtungsklagen ausserhalb der Schweiz blockiert werden kann, sollen die CoCo-Anleihen systemrelevanter Banken nur in der Schweiz emittiert werden. Die Ausgabe von CoCo-Bonds in der Schweiz wird die Rechtsrisiken im Falle einer Umwandlung im Krisenfall wesentlich verringern.

4.3 Auslösendes Moment für die Wandlung in Eigenkapital. Die Umwandlung in Eigenkapital sollte nach der Meinung der US-amerikanischen Expertengruppe «Squam Lake Working Group» an zwei Voraussetzungen gekoppelt sein. Zum einen muss die Regulierungsbehörde eine systemische Krise ausrufen, zum zweiten muss eine Bank selbst in existentiellen Schwierigkeiten sein. Damit soll verhindert werden, dass die Wandelanleihen zur Deckung grösserer Verluste einzelner Banken verwendet werden, und zum anderen sichergestellt sein, dass lediglich Banken wandeln müssen, die in finanziellen Schwierigkeiten sind.

Ein krisengeschütteltes Finanzinstitut steht verschiedensten kritischen Fragestellungen gegenüber. Bereits rudimentäre obligationenrechtliche Regelungen [12] können in der Lage sein, Verwaltungsräte zur Beantragung einer Eigenkapitalerhöhung zu bewegen. Dies ist jedoch nicht immer problemlos möglich. Vielfach fordern die Märkte im Fall einer Krise bereits hohe Entschädigungen für das Eingehen der erhöhten Risiken, oder es mangelt grundsätzlich an der Bereitschaft zur Kapitalbereitstellung. Die Führung von systemrelevanten Instituten dürfte ein inhärentes Interesse haben, CoCo-Bonds bereits vor einer ökonomisch relevanten Krisensituationen in Eigenkapital wandeln zu lassen, beispielsweise um personelle Konsequenzen für sich zu vermeiden. Bei der Ausgestaltung von CoCo-Bonds gilt es daher, verschiedene Problemkreise zu berücksichtigen, die ihre Ursache in der Agency-Problematik finden.

Eine Beeinflussung der automatischen Wandlung in Eigenkapital durch die Führung einer Bank muss aufgrund der obigen Überlegungen ausgeschlossen werden. Lediglich auf Kennzahlen und Grössen der Rechnungslegung abzustellen ist nicht zweckmässig, da so Anreize zur bewussten Gestaltung der Rechnungslegung gesetzt werden [13]. Tatsächlich hat das Beispiel der *Lloyds Bank* gezeigt, dass die alleinige Berücksichtigung eines Rechnungslegungsmasses zu ernsthaften Zweifeln an der Eignung von CoCo-Bonds führen kann [14]. Marktbasierte Faktoren, die eine Wandlung auslösen sind insofern als vorteilhaft zu bezeichnen, als dass sie zukunftsgerichtet sind und die Zustandsänderungen

einer Bank schneller abbilden als manipulationsanfällige Grössen der Rechnungslegung. So kann das Ziel einer schnellen Stützung der Eigenmittel bei einer Bindung des auslösenden Ereignisses an die Börsenkapitalisierung mit höherer Sicherheit erreicht werden. Zwar sind auch Aktienkurse nicht frei von Manipulationsmöglichkeiten, allerdings könnte auf mehrere Grössen gleichzeitig abgestellt werden, sodass die Einflussmöglichkeit der Bankenführung eingeschränkt ist.

4.4 Verwässerungseffekte und Abwärtsspirale. Grundsätzlich gibt es bei der Wandlung von Anleihen in Eigenkapital zwei Verwässerungseffekte zu beachten. Zunächst werden durch die Wandlung der Titel und der damit verbundenen Zunahme der Aktionärsanzahl die Stimmrechte der Altaktionäre verwässert. Zum anderen könnten bei einer Ausgabe der neuen Aktien auch Kapitalverwässerungseffekte entstehen, wenn der Ausgabepreis unter den Marktpreisen der Aktien liegt. Diese Effekte sind in der Regel über die Ausgabe von Bezugsrechten, sogenannten Vorwegzeichnungsrechten eliminierbar. Bei gewöhnlichen Wandelanleihen kann bereits im Zeitpunkt der Ausgabe eine erhebliche rechnerische Verwässerung des Aktienkapitals vorliegen, so etwa wenn der Wandlungspreis nahe beim aktuellen Aktienkurs liegt. Die Ausgabe von bedingten Pflichtwandelanleihen dagegen sollte im Normalfall keine Verwässerung des Aktienkapitals zur Folge haben. Das Risiko von Verwässerungseffekten ist bei der Ausgabe von CoCo-Bonds als wesentlich geringer einzustufen als bei klassischen Wandelanleihen. Die Optionskomponente der CoCo-Bonds ist wirtschaftlich gesehen wenig wertvoll und wird durch eine höhere Verzinsung entschädigt. Entsprechend hätten auch die Bezugsrechte einen nur sehr geringen Wert.

Diese Argumentation greift allerdings nur in Zeiten eines gewöhnlichen Wirtschaftsumfelds. Anders mag dies aussehen, wenn die Bank in einer Krisensituation CoCo-Bonds ersetzen oder ergänzen muss und der Eintritt der Wandlung wahrscheinlich erscheint. Wie beschrieben haben die Verwaltungsräte der beiden Grossbanken bei der Ausgestaltung der CoCo-Bonds daher grosse Freiräume vom Gesetzgeber übertragen bekommen. Der Verwaltungsrat kann das Vorwegzeichnungsrecht der bisherigen Aktionäre aus wichtigen Gründen ausschliessen oder beschränken (Art. 13 Abs. 5 E-BankG) [15]. Die CoCo-Bonds sind in einem solchen Fall allerdings zu Marktbedingungen auszugeben. Einen Abschlag zugunsten der Platzierbarkeit von CoCo-Bonds müssen Altaktionäre insofern hinnehmen, als dass Gesellschaftsinteressen und Systemschutz im Vordergrund stehen. Konkret heisst dies, dass Aktionäre dem Verwaltungsrat gewisse Ermessensspielräume einzuräumen haben, ohne dass die aktienrechtliche Verantwortlichkeit greift.

Gefahren der Verwässerungseffekte liegen nicht nur in drohenden Verantwortlichkeitsklagen gegen Mitglieder des Verwaltungsrats bei ungewöhnlicher Ausgestaltung der CoCo-Bonds, sondern in einer möglichen Beschleunigung von Abwärtsbewegungen in den Aktienkursen. Gemeint ist, dass Aktionäre bei einer drohenden Wandlung und damit einer anstehenden Verwässerung zum Verkauf der Aktien

tendieren, und so den Markt überschwemmen könnten [16]. Damit besteht wiederum die Gefahr, dass andere Marktteilnehmer auf Probleme der Grossbanken aufmerksam werden, was eine Abwärtsspirale der Kurse in Gang setzen könnte.

5. FAZIT

Ziel der vorgesehenen Massnahmen ist die Begrenzung der Risiken des Finanzsystems und damit einhergehend die Erhöhung der Systemstabilität. Es soll gewährleistet sein, dass systemrelevante Banken jederzeit in der Lage sind, ihre für die Schweizer Volkswirtschaft unverzichtbaren Leistungen zu erbringen. Grundsätzlich verringert bei zweckmässiger Ausgestaltung die verpflichtende Erhöhung der Eigenmittel das Insolvenzrisiko der Banken und damit auch die Systemrisiken. Die Errichtung von bedingten Pflichtwandelanleihen ist ein adäquates Mittel zur Bereitstellung zusätzlicher Ressourcen für systemrelevante Banken, mit denen diese ihre Kapitalbasis stärken und das Krisenmanagement verbessern können. Darüberhinaus helfen die Massnahmen die Wettbewerbsneutralität wiederherzustellen. Staatliche

«Die Schweiz nimmt mit den geplanten Regelungen eine Pionierrolle im internationalen Vergleich ein.»

Interventionen, wie sie 2008 aufgrund der letzten Finanzkrise notwendig waren, können zu Fehlanreizen für TBTF-Banken führen (Moral Hazard). Die verstärkten Eigenmittelvorschriften wirken diesen entgegen, indem sie die Verzerrungen korrigieren, die sich aus der systemischen Bedeutung der Grossbanken ergeben.

Die Schweiz nimmt mit den geplanten Regelungen eine Pionierrolle im internationalen Vergleich ein. Dies bietet auf der einen Seite die Chance für Schweizer Grossbanken als frühe Emittenten solcher CoCo-Bonds durch den «first mover advantage» gegenüber der internationalen Konkurrenz zu profitieren. Auf der anderen Seite ist die Nachfrage nach diesen Anleihen ungewiss und die erwarteten Renditeaufschläge des schwer einzuschätzenden Markts könnten die CoCo-Bonds für die Banken als Finanzierungsform unattraktiv werden lassen. Zusätzlich besteht ein gewisses Risiko dahingehend, als dass die beschriebene Problematik der Abwärtsspirale, ausgelöst durch Massenverkäufe der Altaktionäre, tatsächlich eine destabilisierende Wirkung auf den Finanzplatz Schweiz haben könnte. Herausfordernd wird in jedem Fall die konkrete Ausgestaltung der vom Bundesrat im Gesetzgebungsprozess zu konkretisierenden auslösenden Momente für die Wandlung. Hier ist besonders zu beachten, dass Eigenmittelquoten nicht zwingend eine unmittelbare Korrelation zu den tatsächlichen Marktumständen aufweisen. Schliesslich verbleibt es vermutlich bei den Verwaltungsräten der beiden Grossbanken im Rahmen einer gesunden und professionellen Führung im Sinne der Gesellschaft zu handeln und die CoCo-Bonds entsprechend im Sinne der Gesellschaft zu nutzen. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. Ambühl/Lewrick (2010), Too Big to Fail: Herausforderungen für die Schweiz, in: Die Volkswirtschaft Nr. 12, S. 8. 2) Vgl. Expertenkommission (2010): Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen vom 30. September 2010. 3) Vgl. Vorentwurf zur Änderung des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG). 4) Vgl. Schweizerische Eidgenossenschaft (2010): Änderungen des Bankengesetzes (Too-Big-to-Fail, TBTF) – Erläuternder Bericht zur Vernehmlassungsvorlage vom 22. Dezember 2010, S. 24. 5) Vgl. Schweizerische Eidgenossenschaft (2010): a. a. O., S. 2. 6) So aber auch die Squam Lake Working Group on Financial Regulations (2009): An Expe-

ditioned Resolution Mechanism for Distressed Financial Firms: Regulatory Hybrid Securities, A Squam Lake Working Group Paper. 7) Vgl. Bernau (2010): Banken retten leichtgemacht, in FAZ vom 1. April 2010. 8) Es musste ein um 200 Basispunkte höherer Zins bezahlt werden. Vgl. Bernau (2010): a. a. O. 9) Einflussfaktoren auf den Preis von CoCo-Bonds sind u. A. das Risiko, die Laufzeit, die Coupons usw. 10) Bayer (2010): Schweizer Banken entdecken CoCo-Bonds, in Financial Times Deutschland vom 4. 10. 2010. 11) Vgl. Schweizerische Eidgenossenschaft (2010): a. a. O., S. 3. 12) Zu beachten ist neben den Sorgfaltspflichten beispielsweise der Zwang zur Deponierung der Bilanz im Falle der Überschuldung, oder das Vorschlagen von Restrukturierungsmaßnahmen an die Generalver-

sammlung im Falle des hälftigen Kapitalverlusts (Art. 725 OR). 13) Siehe für eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Thematik des Earnings Management um den Zeitpunkt von Kapitalerhöhungen auch Cohen & Zarowin (2010): Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings, Journal of Accounting and Economics, Volume 50. 14) Vgl. Duffi (2009): Contractual Methods for Out-of-Court Restructuring of Systemically Important Financial Institutions, Preliminary Draft, S. 2. 15) Als wichtiger Grund wird ein qualifiziertes sachliches Interesse der Gesellschaft gesehen, das sich nach dem Zweck des Wandlungskapitals bestimmt. 16) Siehe auch NZZ (2010): CoCo-Bonds als Stossdämpfer in Krisen, vom 15. 4. 2010.

RÉSUMÉ

Des Contingent Convertible Bonds pour prévenir les crises

La crise financière a démontré, s'il était besoin, que les régulateurs du monde entier se doivent d'affronter les problèmes liés à l'importance systémique des établissements financiers. La Suisse notamment est exposée à des difficultés particulières en raison du poids que représentent ses deux grandes banques. Une réglementation plus sévère du style «Swiss Finish» est censée atténuer le risque que constituent les banques d'importance systémique. Le projet de modification de la loi sur les banques, mis en consultation sur la base des recommandations formulées par la commission d'experts en vue de limiter les risques que les grandes entreprises font peser sur l'économie nationale, mise sur un vaste train de mesures. Celles-ci visent par là même à accroître la stabilité du système financier. Il s'agit de garantir que les banques d'importance systémique soient à même, en toute circonstance, de fournir l'ensemble des prestations essentielles à la survie de l'économie suisse.

Ce paquet de mesures porte entre autres sur l'émission de *Contingent Convertible Bonds* (*CoCo-Bonds* ou *CoCo*), désignés aussi par les termes d'emprunt à conversion obligatoire sous condition ou de capital convertible. Le capital convertible tient lieu au début de fonds de tiers destinés à consolider la dotation en capital d'une banque. Si cette banque vient à traverser une situation financière difficile définie au préalable, ces fonds de tiers sont convertis automatiquement en fonds propres. Autrement dit, cette conversion recapitalise la banque sans que celle-ci soit tenue de recourir au marché des capitaux ni même qu'intervienne l'État. Les CoCo constituent donc, dans une perspective macroéconomique, un instrument prétendument apte à éviter un surendettement aux grandes banques. Pour ces banques, l'émission de CoCo est un moyen de satisfaire à leurs exigences accrues en matière de fonds propres, sachant que ces obligations peuvent couvrir une partie de leurs besoins. Les CoCo sont appelés à se substituer tôt ou tard aux instruments hybrides classiques dans les grandes banques suisses. Ils amènent les créanciers obligataires à s'associer à des pertes éventuelles de l'entreprise,

évitant du même coup à l'État et à des tiers d'avoir à intervenir en faisant jouer leur responsabilité.

Par principe, et s'il est convenablement mené, le relèvement obligatoire de la dotation en fonds propres réduit le risque d'insolvabilité des banques et, partant, les risques systémiques qu'elles recèlent. En ce sens, l'émission d'emprunts à conversion obligatoire sous certaines conditions constitue un moyen adéquat de procurer des ressources supplémentaires aux banques d'importance systémique pour renforcer leur base de fonds propres et améliorer la gestion des crises. Sans compter que ces mesures rétablissent la neutralité concurrentielle puisqu'elles étouffent dans l'œuf les fausses incitations auxquelles pourrait conduire une intervention de l'État. De par la réglementation envisagée, la Suisse se pose en pionnier sur l'échiquier international. C'est là pour les grandes banques de ce pays l'occasion, en tant qu'émetteurs de CoCo «de la première heure», de profiter de cet avantage face à leurs concurrents étrangers.

Cela dit, la mise en œuvre de l'émission de CoCo soulève différents problèmes. La demande de ces instruments est encore incertaine et les mouvements erratiques des rendements attendus sur un marché difficilement prévisible pourraient ôter toute séduction aux CoCo comme source de financement pour les banques. Un autre danger menace, à savoir que le problème de la spirale de baisse provoquée par des ventes massives à l'initiative des anciens actionnaires risque d'avoir un effet déstabilisant sur la place financière suisse. Quoi qu'il en soit, le défi résidera dans l'aménagement concret, dans le processus législatif, des déclencheurs de la conversion. Rappelons qu'un ratio de fonds propres n'établit pas nécessairement une corrélation directe avec les conditions réelles qui règnent sur le marché. En définitive, il appartiendra sans doute aux conseils d'administration des deux grandes banques, dans le cadre d'une gestion saine et professionnelle, d'agir dans le sens des intérêts de leurs sociétés respectives et d'exploiter en conséquence les ressources offertes par les CoCo. RB/JV/AM