Die Annahme der Too-big-to-fail-Vorlage durch das Schweizer Parlament Ende September 2011 bedeutet weitreichende Einschnitte für die beiden Grossbanken. Trotz der damit verbundenen gesetzlichen Verankerung ist umstritten, ob CoCo-Bonds die in sie gesetzten Erwartungen zu erfüllen vermögen. So hängt etwa die Marktfähigkeit dieser hybriden Instrumente massgeblich von deren konkreten Ausgestaltung ab.

THOMAS BERNDT
JENS VOLLMAR
ROMAN BECKER

ANFORDERUNGEN AN DIE AUSGESTALTUNG VON COCO-BONDS

Die bedingte Pflichtwandelanleihe vor dem Hintergrund des «Swiss Finish»

1. DIE SCHWEIZ IM INTERNATIONALEN VERGLEICH

1.1 Eigenmittelunterlegung. Die finanzielle Krise einer systemrelevanten Bank stellt eine erhebliche Belastung der gesamten Volkswirtschaft dar. Daraus lässt sich die Notwendigkeit einer zweckdienlich ausgestalteten Bankenregulierung ableiten.

Auf internationaler Ebene haben die Notenbankgouverneure und Chefs der nationalen Aufsichtsbehörden am 25. Juni 2011 dem Vorschlag des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht zur Eigenkapitalunterlegung (Basel III) zugestimmt und damit die Too-big-to-fail-Problematik gewürdigt [1]. Zum einen wird die Definition von anrechenbarem Eigenkapital enger gefasst, zum anderen ist der Umfang der mit Eigenmitteln zu unterlegenden *risikogewichteten Aktiven (RWA)* von systemrelevanten Banken bis spätestens 2018 um 1–2,5% im Vergleich zu nicht-systemrelevanten Finanzinstituten zu erhöhen [2]. Für die der Europäischen Bankenaufsicht (EBA) unterstellten Banken gilt, dass die durch die EDA eingeführten Kapitalanforderungen einen Grossteil des durch Basel III geforderten Kapitalbedarfs auf Juni 2012 vorziehen [3]. Daneben hat auch das *Financial Stability Board (FSB)* Empfehlungen erarbeitet, die durch die G20 im November 2010 bekräftigt wurden [4]. Die Empfehlungen des FSB umfassen ebenfalls Massnahmen, die auf die Stärkung der Eigenmittelbasis abzielen.

Das Schweizer Parlament hat indessen Ende September 2011 den Gesetzesentwurf des Bundesrats [5] zu den Änderungen im Bankengesetz angenommen und nimmt im Rahmen des «Swiss Finish» eine striktere Position im Hinblick auf die, als systemrelevant eingestuften, Grossbanken ein. Diese sollen im Rahmen der Kernmassnahmen bis 2018 höhere Eigenmittel aufbauen, ihre Risiken besser verteilen, strengere Liquiditätsvorschriften erfüllen und eine Organisationsstruktur sicherstellen, die es im Fall einer Krise erlaubt, systemrelevante Funktionen aufrechtzuerhalten.

Die Gesamteigenkapitalquote nach Basel III liegt bei 10,5%, die Quote an hartem Eigenkapital bei nur 7%. Die Höhe der Eigenmittelunterlegung für die Grossbanken in der Schweiz geht wesentlich darüber hinaus: Danach bestehen die Eigenmittel aus drei Komponenten (siehe *Abbildung 1*). Zunächst müssen 4,5% der RWA als *Basisanforderung* unterlegt werden. Als *Eigenmittelpuffer* sind weitere 8,5% zu unterlegen. Als drittes Element soll die *progressive Komponente* die Systemrelevanz abbilden. Diese ist abhängig vom Marktanteil im Inlandsgeschäft und der ungewichteten Bilanzsumme und liegt bei beiden Grossbanken derzeit bei 6%. Insgesamt sollen die Grossbanken also 19% ihrer RWA mit Eigenmitteln unterlegen. Davon sollen mindestens 10% durch Gewinnvorträge und einbezahltes Aktienkapital, also hartes Eigenkapital, gedeckt sein. Die verbleibenden 9% dürfen über sogenannte *Contingent Convertible Bonds (CoCo-Bonds)* aufgebaut werden. Dies sind Schuldverschreibungen, die beim Eintreten eines zuvor definierten auslösenden Ereignisses (Trigger Event) in hartes Eigenkapital (Common Equity Tier 1, CET 1) pflichtgewandelt werden. Die Akzeptanz von CoCo-Bonds zur Eigenmittelunterlegung ist international nicht unumstritten und wird vom Basler Ausschuss nicht unterstützt [6]. Die geschätzten Volumen an zu emittierenden CoCo-Bonds liegen, ausgehend von den gegenwärtigen

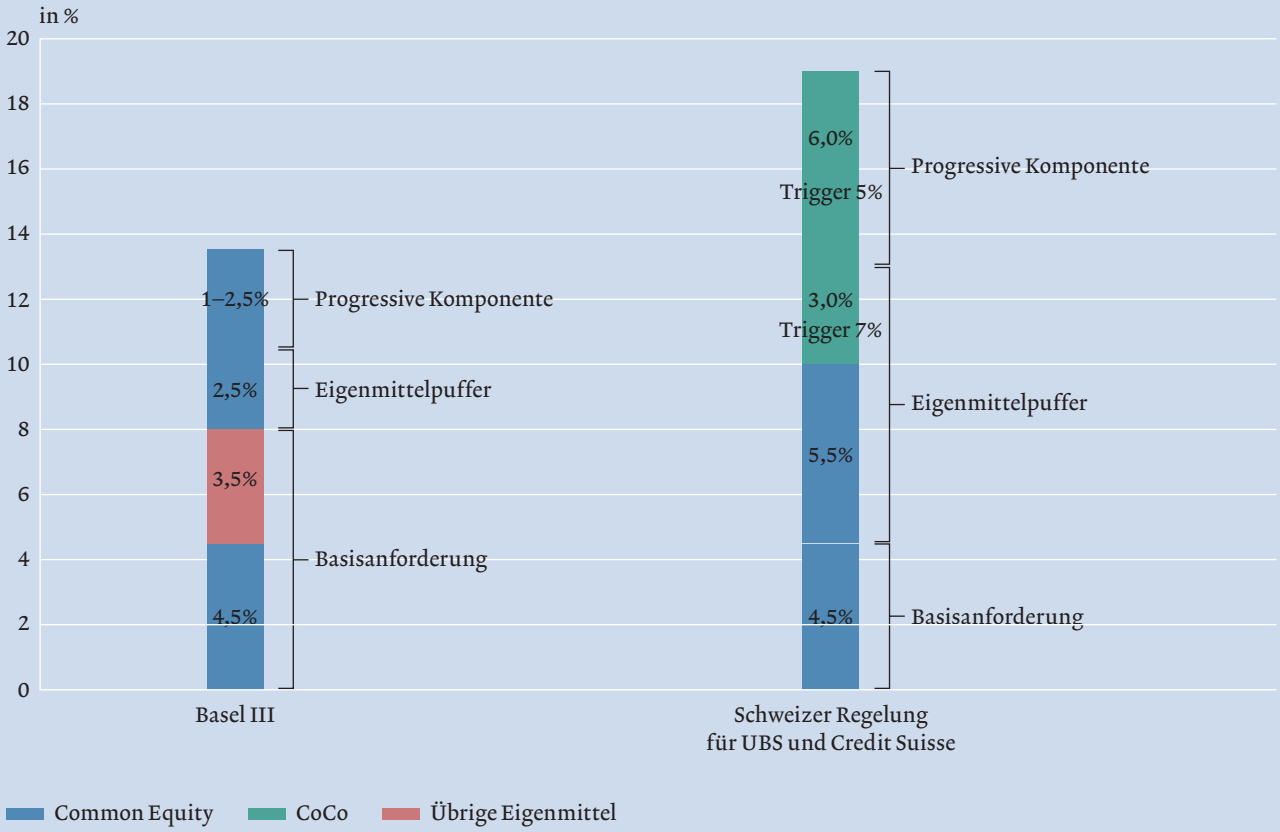


THOMAS BERNDT,
PROF. DR. RER. POL.,
DIREKTOR, INSTITUT
FÜR ACCOUNTING,
CONTROLLING
UND AUDITING,
UNIVERSITÄT ST. GALLEN,
ST. GALLEN



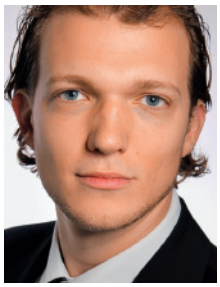
JENS VOLLMAR,
MA. HSG,
WISSENSCHAFTLICHER
MITARBEITER, INSTITUT
FÜR ACCOUNTING,
CONTROLLING
UND AUDITING,
UNIVERSITÄT ST. GALLEN,
ST. GALLEN

Abbildung 1: **DIE SCHWEIZER REGELUNG IM INTERNATIONALEN VERGLEICH**



Bilanzwerten, Marktanteilen und Risikoexpositionen, bei rund CHF 36 Mrd. je Grossbank, was die zukünftige Bedeutung dieser Instrumente, zumindest in der Schweiz, unterstreicht [7].

Es besteht die Sorge, dass die beiden Schweizer Grossbanken durch diese gesamthaft durchaus als streng zu bezeichnenden Eigenmittelvorschriften international an Wettbewerbsfähigkeit einbüssen könnten *(Abbildung 1)*. Die Differenz zwischen der Schweizer Regelung im Vergleich zu Basel III wird sich jedoch durch den Einbezug der Spezialreserven in Höhe von 1–2,5%, welche von internationalen, systemrelevanten Banken anzuhäufen sind, reduzieren. Zusätzlich kann die Finanzmarktaufsichtsbehörde (Finma) Erleichterungen bei der progressiven Komponente gewähren, sofern die betroffene Bank ihre Sanier- und Liquidierbarkeit über die Anforderungen hinaus verbessert [8]. Überdies wird der Bundesrat das internationale Umfeld beobachten und das neue Bankengesetz spätestens nach drei Jahren einer Überprüfung und nötigenfalls einer Anpassung unterziehen.



ROMAN BECKER,
M.A. HSG,
WISSENSCHAFTLICHER MITARBEITER,
INSTITUT FÜR ACCOUNTING, CONTROLLING UND AUDITING,
UNIVERSITÄT ST. GALLEN,
ST. GALLEN

1.2 Flankierende steuerliche Massnahmen. Neben den Änderungen in den Eigenmittelvorschriften und den anderen Kernmassnahmen, sind flankierende steuerliche Gesetzesänderungen beschlossen worden, welche die Begebung von CoCo-Bonds in der Schweiz begünstigen sollen [9].

Die Notwendigkeit dieser steuerlichen Massnahmen ergibt sich aus der Diskrepanz zwischen der Zielsetzung der CoCo-Bonds mit der aktuellen steuerlichen Situation in der Schweiz. Ziel ist es, dass die Emission von CoCo-Bonds im Sinne einer erhöhten Rechtssicherheit auf dem Schweizer Kapitalmarkt erfolgen und damit auch dem Schweizer Recht unterstellt sein sollte. Im Falle einer systemischen Krise soll somit ein schnelles Handeln ermöglicht und die Gefahr von Anfechtungsklagen reduziert werden. Der Zielsetzung entgegen, stellt sich der Schweizer Bond- und Geldmarkt für Emissionen als relativ unattraktiv dar. Aufgrund der Belastungen durch die Emissionsabgabe und die Verrechnungssteuer hat sich etwa die Finanzierungstätigkeit Schweizer Konzerne überwiegend ins Ausland verlagert und wird bisher über spezialisierte, konzerninterne und im Ausland domizilierte Finanzierungsgesellschaften abgewickelt.

Als erster Schritt zur Verbesserung wurde die Abschaffung der Emissionsabgabe auf Obligationen und Geldmarktpapiere und die Befreiung der Beteiligungsrechte von der Emissionsabgabe, sofern diese aus der Wandlung von CoCo-Bonds

stammen, beschlossen [10]. Eine «normale» Rekapitalisierung durch eine Aktienemission wird von der steuerlichen Erleichterung bei der Emissionsabgabe somit nicht eingeschlossen.

Diese Änderungen erscheinen indes nicht ausreichend, weswegen weitergehende steuerliche Erleichterungen im Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vorgesehen sind,

«Es besteht die Sorge, dass die beiden Schweizer Grossbanken durch diese gesamthaft durchaus als streng zu bezeichnenden Eigenmittelvorschriften international an Wettbewerbsfähigkeit einbüssen könnten.»

die der Bundesversammlung in Form einer separaten Botschaft vorgelegt wurden [11]. Durch diese soll sämtlichen Unternehmen ermöglicht werden, Obligationen und Geldmarktpapiere aus der Schweiz heraus ohne Verrechnungssteuer zu emittieren, wofür vom Schuldner- zum Zahlstellenprinzip übergegangen werden soll. Die Massnahmen schliessen die Ausgabe von CoCo-Bonds durch die Schweizer Grossbanken ein. Diese Lösung erscheint zunächst elegant, da sie eine Erleichterung der Fremdfinanzierung von Banken und anderen Unternehmen bei gleichzeitiger Sicherung der Besteuerung ansässiger natürlicher Personen ermöglicht. Sie erinnert an die amerikanische «Foreign Account Tax Compliance Act»-(FATCA)-Lösung, die vorsieht, dass Banken weltweit angeben müssen, welche Zinserträge sie von amerikanischen Bürgern verbuchen [12]. Ob sich das Zahlstellenprinzip in der Schweiz durchsetzen wird, ist allerdings ungewiss und wird zumindest von Vertretern der Praxis aufgrund der technisch und administrativ hohen Umstellungskosten auf Seiten der Banken (Zahlstellen) kritisch betrachtet [13]. So ist insbesondere fraglich, wie es die Schweiz durchsetzen will, dass ausländische Banken den wirtschaftlich Berechtigten (Beneficial Owner) jedes Depots mittels Domizilerklärung identifizieren, um mögliches Steuersubstrat in die Schweiz zurückführen zu können.

Abbildung 2: **ANFORDERUNGEN AN DIE FORMULIERUNG DES TRIGGER EVENTS IM EMISSIONSPROSPEKT** [15]

Klar	Der Trigger muss allgemein verständlich und klar formuliert sein. So muss etwa bei einem rechnungslegungsbasierten Trigger festgelegt sein, an welchen Standards sich dieser orientiert.
Zweckgebunden	Die genaue Ausgestaltung des Triggers sowie seine Wirkungsweise sollten zum Ausgabedatum bekannt und verstanden sein. Dies umschliesst auch mögliche Rechte externer Akteure, wie z. B. die Auslösung des Triggers durch Regulatoren.
Transparent	Der Trigger sollte auf einfach zu beobachtenden und möglichst aktuellen Informationen beruhen.
Unveränderbar	Der Trigger sollte fixiert und während der Laufzeit des CoCo-Bonds unveränderbar sein.
Öffentlich	Die Informationen bezüglich des Trigger Events sollten öffentlich und frei zugänglich sein.

Abbildung 3: **AUSWAHL BISHERIGER COCO-BOND-EMISSIONEN** [22]

	Lloyds	Credit Suisse	Rabobank
Ausgabegrösse	GBP 8,78 Mrd.	USD 2 Mrd.	EUR 1,25 Mrd.
Emissionszeitpunkt	1. Dezember 2009	17. Februar 2011	12. März 2010
Nachfrage	GBP 12,51 Mrd.	USD 22 Mrd.	EUR 2,6 Mrd.
Überzeichnungsfaktor	1.42×	11×	2.08×
Laufzeit	10–20 Jahre	30 Jahre, Call nach 5 Jahren und 6 Monaten möglich	10 Jahre
Coupon	1,5–2,5% zusätzlich zum Coupon des hybriden Bonds von Lloyds	7,875%	Libor + 3,5%
Umwandlungsmodus	Umwandlung in fixe Anzahl Aktien	Umwandlung in fixe Anzahl Aktien	Abschreibung mit 25% Amortisation
Bezugsgrösse im Trigger Event	Accounting	Accounting, Regulator	Accounting
Accounting Trigger	Core Tier 1 Ratio	Core Tier 1 Ratio	Equity Capital/RWA
Höhe des Accounting Triggers	5%	7%	7%
Regulatorischer Trigger		Schweizer Regulator	

2. KONKRETE AUSGESTALTUNG VON COCO-BONDS

Bei der Ausgestaltung von CoCo-Bonds sind – in Einklang mit der bankindividuellen Situation [14] – grundsätzlich drei Elemente zu definieren: Das Trigger Event, der Umwandlungsanteil und der Wandlungspreis.

2.1 Trigger Event

2.1.1 Bezugssystem. Kernaspekt jeder Diskussion über die Praktikabilität der CoCo-Bonds ist die Wahl des Wandlungsauslösers. Das Trigger Event spezifiziert die Umstände, die zu einer Wandlung des CoCo-Bonds in Eigenkapital führen. Durch die Komplexität von CoCo-Bonds sind an die Formulierung der wandlungsauslösenden Ereignisse im Emissionsprospekt grundsätzliche Anforderungen zu stellen, die in *Abbildung 2* dargestellt sind. Neben diesen allgemeinen Überlegungen, kann das Trigger Event auf unterschiedlichen Bezugssystemen basieren.

2.1.1.1 Rechnungslegungsorientierter Trigger. Bei der Definition des Trigger Events kann man sich an Grössen der Rechnungslegung orientieren. Dabei bietet es sich an, das risikogewichtete Eigenkapital bzw. -quoten zu verwenden. Beispielhaft sind die CoCo-Bonds von *Credit Suisse* und *Lloyds* zu nennen, welche auf der Kernkapitalquote (Common Equity Tier 1 Ratio) basieren, die das Kernkapital ins Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiven setzt. Vorteilhaft ist hierbei, dass die Wandlung in dieser Variante zu einem risikogerechten Ereignis wird.

Problematisch ist allerdings, dass diese Grössen meist nicht in ausreichend hoher Frequenz verfügbar sind [16]. So ist festzustellen, dass keine der in 2008 in Schieflage geratenen Investmentbanken, etwa *Bear Stearns, Lehman Brothers, Wachovia* oder *Merrill Lynch,* die gesetzlich vorgeschriebenen Mindestkapitalanforderungen von 8% in einem ihrer Abschlüsse unterschritt. Ein nur vierteljährlich aktualisiertes Kriterium für eine Auslösung der Wandlung erscheint daher nicht zweckdienlich. Zwar könnten Sonderprüfungen durchgeführt werden, allerdings müssten dann die Kriterien für die Entscheidung zu einer solchen Prüfung, wie auch die Wahl des Entscheidungsträgers vorher festgelegt werden.

Weitere grundsätzliche Probleme rechnungslegungsbasierter Trigger sind die Abhängigkeit bilanzieller Werte von den zugrundeliegenden Rechnungslegungsmethoden, der Qualität der Zahlen und dem politischem Druck [17]. So kann die Rechnungslegung durch bilanzpolitische Massnahmen – etwa das Ausnutzen von Ermessensspielräumen – beeinflusst werden. Zudem weist der Jahresabschluss stets einen retrospektiven Charakter auf. Daher sollte auf univariate Trigger, die auf nur einer einzelnen Grösse der Rechnungslegung basieren, verzichtet werden.

2.1.1.2 Marktbasierter Trigger. Auch marktbasierte Grössen wie Aktienkurse oder Credit Default Swap-Spreads könnten als Indikatoren für eine Umwandlung der CoCo-Bonds herangezogen werden. Doch auch diese sind nicht frei von Risiken und unterliegen stochastischen Prozessen. Die Gefahr besteht insbesondere in der Beeinflussung von Aktienkursen und dem Erzeugen einer «künstlichen» Wandlung. Vorstellbar ist eine Situation, in welcher der Aktienkurs nahe dem Schwellenwert zur Umwandlung liegt. Eine solche könnte attraktiv für Investoren sein, die versuchen eine «künstliche» Wandlung hervorzurufen, um aus der resultierenden Kapitalverwässerung Arbitragegewinne zu generieren [18]. Eine Lösung dieser Problematik ist, das Trigger Event so auszugestalten, dass nicht ein einzelner Aktienkurs, sondern ein Durchschnittswert zur Wandlung der CoCo-Bonds führt. Ausserdem könnte die Arbitragemöglichkeit durch das Ex-ante-Festlegen der bei einer Wandlung zu erhaltenden Anzahl an Aktien eingeschränkt werden. Dies entspricht der gängigen Praxis bisheriger CoCo-Bond-Emissionen [19].

2.1.1.3 Regulatorischer Trigger. Neben Trigger Events, die sich an der Rechnungslegung oder am Markt orientieren, kann die Entscheidung über die Wandlung auch an den Regulator delegiert werden. Es erscheint allerdings fraglich, auf Basis welcher Informationen der Regulator besser als andere Akteure entscheiden können sollte, dass eine Wandlung der CoCo-Bonds notwendig ist. Intransparente oder politisch beeinflusste Entscheidungen des Regulators erschweren für Kapitalmarktteilnehmer die Einschätzung der Wandlungswahrscheinlichkeit und lassen zusätzliche Volatilität in die Aktienmärkte fliessen [20]. Die Existenz eines regulatorischen Triggers führt damit zu höheren Zinskosten des CoCo-Bonds, da Investoren für das höhere Wandlungsrisiko entschädigt werden möchten. Entsprechend ist auf einen Trigger, der das Problem des Wandlungszeitpunkts vollständig auf den Regulator verlagert, zu verzichten.

«Die Definition des Umwandlungspreises spielt bei der Ausgestaltung des CoCo-Bonds eine zentrale Rolle.»

2.1.1.4 Multivariater Trigger. Statt der Verwendung eines univariaten Bezugssystems, können auch multivariate Trigger Verwendung finden. Zu nennen sind beispielsweise duale Trigger, bei denen zwei Bedingungen kumulativ erfüllt sein müssen, damit es zu einer Wandlung kommt. So könnten etwa eine makroökonomische Bedingung, wie die Feststellung des Regulators, dass eine Krise im Bankensektor vorliegt, und eine institutsspezifische Bedingung, wie das Fallen der Eigenkapitalquote unter einen festgelegten Wert, kombiniert werden. Einen Trigger dieser Art hat etwa die Credit Suisse in ihrer CoCo-Bond-Emission vom Februar 2011 eingearbeitet. Abgestellt werden sollte bei einem multivariaten Auslöser allerdings in jedem Fall auch auf bankenspezifische Faktoren, da CoCo-Bonds ebenfalls ein institutsspezifisches Instrument darstellen.

2.1.2 Wandlungsschwelle. Die Wahl der Wandlungsschwelle bestimmt massgeblich den Zweck der CoCo-Bonds. Vor der Emission muss festgelegt werden, ob der CoCo zur Absicherung während einer systemischen Krise (niedriger Trigger), oder als laufender Sanierungspuffer (hoher Trigger) dienen soll. Grundsätzlich gilt: Je höher die gewählte Schwelle, ab der die CoCo-Bonds gewandelt werden, desto teurer ist der Bond für die emittierende Bank. Ein hoher Trigger bedeutet eine höhere Wandlungswahrscheinlichkeit, was wiederum zu einer höheren Risikoprämie und entsprechend höheren Zinsforderungen auf Seiten der Investoren führt.

Die Schweizer Regelung sieht zwei unterschiedlich hohe Trigger vor. So sollen maximal 3% der RWA von CoCo-Bonds mit einer Wandlungsschwelle von 7% zu unterlegen sein. Die Progressive Komponente von 6% soll hingegen vollständig von CoCo-Bonds mit einem niedrigen Trigger von 5% zu decken sein. Die CoCo-Bonds mit hohem Trigger dienen als erweiterter Kapitalpuffer und sollen die betroffene Bank frühzeitig stabilisieren, bevor das gesetzliche Minimum an Eigenkapital erreicht wird. Die niedrige Wandlungsschwelle wird hingegen erst später erreicht und dient dem Zweck der Umsetzung von organisatorisch vorbereiteten Rettungsmassnahmen und der Sicherung systemrelevanter Funktionen *(Abbildung 3)* [21].

2.2 Umwandlungsanteil und -preis. Der Umwandlungsanteil eines CoCo-Bonds legt fest, welcher Anteil des Bonds im Falle eines Trigger Events tatsächlich in Aktien gewandelt wird. Dieser Anteil muss nicht zwingend bei 100% liegen und kann derart gestaltet sein, dass lediglich wieder das nötige Minimum an Eigenkapital erreicht wird. Es ist allerdings fraglich, ob dies ausreichen würde, um das nötige Vertrauen des Markts in die betroffene Bank wiederherzustellen.

Bei Eintreten des Trigger Events wird der Umwandlungsanteil des CoCo-Bonds in Aktien gewandelt. Wie viele Aktien die CoCo-Bond-Investoren erhalten, hängt vom Umwandlungspreis ab, wofür sowohl der Aktienkurs zum Emissionsdatum des CoCo-Bonds, als auch bei Auslösen des Trigger Events, oder ein (Durchschnitts-)Kurs zwischen diesen beiden Zeitpunkten in Frage kommen. Die Definition des Umwandlungspreises spielt bei der Ausgestaltung des CoCo-Bonds eine zentrale Rolle. Wird das Emissionsdatum als massgeblicher Zeitpunkt für den Umwandlungspreis ge-

wählt und damit die Anzahl der zu emittierenden Aktien determiniert, so ist dies für die Investoren nachteilig, da sich die Bank bei der Wandlung annahmegemäss in einer Krise befindet und ihr Aktienkurs mit Sicherheit unter dem Kurs zum Emissionszeitpunkt liegt. Dies bedeutet, dass der von den CoCo-Bond-Investoren zu erhaltene Gesamtwert der Aktien vermutlich geringer ist als der Nennwert des Bonds, was mit einem direkten Verlust verbunden ist. Damit fände eine zusätzliche Verschiebung des Risikos, bzw. der Verluste von den Eigen- zu den Fremdkapitalgebern statt. Wird hingegen der Aktienkurs zum Zeitpunkt des Trigger Events als Umwandlungspreis festgelegt, so werden deutlich mehr Aktien gewandelt. Dies führt zu geringeren Verlusten auf Seiten der CoCo-Bond-Investoren, aber zu einer grösseren Verwässerung bei den Altaktionären. Für eine Umwandlung in Aktien mindestens in der Höhe des CoCo-Nennwerts spricht die Tatsache, dass dies die Bank dazu bewegen würde, bereits zu einem früheren Zeitpunkt Massnahmen zu ergreifen, um die Wandlung zu vermeiden. Dadurch könnte auch die Attraktivität für Investoren gesteigert werden, was wiederum zu einer geringeren Risikoprämie führen würde [23].

2.3 Anforderungen an das Risikomanagement. Neben der Ausgestaltung der CoCo-Bonds ergeben sich durch die Ausgabe dieser Instrumente weitere übergeordnete Herausforderungen, welche eine sorgfältige Analyse der Emissionsauswirkungen bedingen. Gemäss der Agency-Theorie übt Fremdkapital durch die vertraglich fixierten Zins- und Tilgungszahlungen eine disziplinierende Wirkung auf das Management aus, senkt den Spielraum für ineffiziente Investitionen und damit auch die Agency-Kosten [24]. Dieser gewünschte Mechanismus wird allerdings im Falle der CoCo-Bonds zum Teil ausser Kraft gesetzt. Zwar müssen in normalen wirtschaftlichen Zeiten auch hier die Zins- und Tilgungszahlungen termingerecht beglichen werden, doch im Falle einer schweren Krise des Unternehmens, also bei Auslösen des Triggers, gilt dies für die CoCo-Bonds nach der Umwandlung in Eigenkapital nicht mehr. Dieser Umstand ist dem Management ex ante bekannt, woraus sich Anreize ergeben könnten, das Risiko zu erhöhen [25]. Dieser Effekt liefe dem eigentlichen Zweck der CoCo-Bonds entgegen und könnte im Extremfall sogar zu einem in der Summe höheren Risiko führen. Um eine solche Entwicklung zu verhindern, muss sichergestellt werden, dass ein adäquates Risikomanagement jederzeit gewährleistet ist.

3. ABWANDLUNGEN VON COCO-BONDS

3.1 CoCoCo Bonds. Während CoCo-Bonds in einem relativ stabilen Marktumfeld zwar durch eine im Vergleich zu normalen Anleihen höhere Verzinsung für Investoren interessant sein können, so ist ihr Nutzen für Investoren bei volatileren Märkten deutlich geringer. Einerseits droht bei Verlusten die erzwungene Wandlung in Aktien, andererseits ist die Rendite bei einer positiven Marktentwicklung nach oben beschränkt. Um dieses Problem zumindest im Falle einer positiven Entwicklung zu umgehen, können CoCo-Bonds zusätzlich mit einer Wandlungsoption kombiniert werden. Diese sog. *Convertible Contingent Convertibles (CoCoCo-Bonds)* lassen Investoren im Falle steigender Kurse durch eine freiwillige Wandlung in Aktien im Gegensatz zum CoCo nicht nur am Verlust, sondern auch am Gewinn partizipieren. Der Preis für diese zusätzliche Option ist allerdings eine tiefere Verzinsung der Anleihe selbst. Somit eignen sich CoCoCo-Bonds eher für optimistische Anleger und bleiben durch das Verlustpotenzial für risikoaverse Investoren, wie etwa institutionelle Anleger, bedenklich. *Abbildung 4* illustriert die Auszahlungsprofile von CoCo- und CoCoCo-Bonds im Vergleich.

3.2 Write Down/Up Bonds und Write Off Bonds. Write Down/Up Bonds werden bei Eintritt eines Trigger Events temporär abgeschrieben. Sobald sich die Situation der Bank wieder verbessert und damit die Bedingungen für das auslösende Ereignis nicht mehr erfüllt sind, werden die Abschreibungen wieder rückgängig gemacht. Damit können Fremdkapitalgeber bei Eintreten einer systemischen Krise temporär in die Pflicht genommen werden [26]

BESTIMMUNGEN ZU «TOO BIG TO FAIL» IN KRAFT

Der Bundesrat hat die vom Parlament am 30. September 2011 verabschiedete Änderung des Bankengesetzes zur Regelung der Too-big-to-fail-Problematik auf den 1. März 2012 in Kraft gesetzt. Systemrelevante Banken haben damit künftig strengere Anforderungen bei den Eigenmitteln, der Liquidität und der Organisation zu erfüllen. Gleichzeitig hat der Bundesrat Verordnungsänderungen beschlossen, welche die in der Gesetzesänderung enthaltenen steuerlichen Massnahmen umsetzen.

Quelle: Medienmitteilung, 15. 2. 2012, Bundesrat

BUNDESGESETZ ÜBER DIE VERRECHNUNGSSTEUER

Belebung des schweizerischen Kapitalmarkts

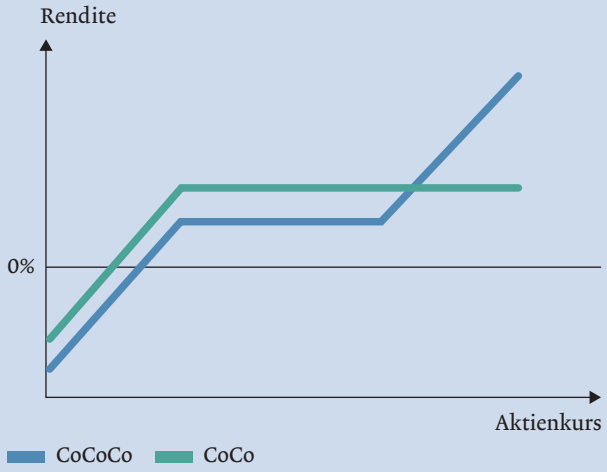
Die Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats (WAK-N) beantragt die Befreiung der CoCo von der Verrechnungssteuer als Übergangsregelung, damit die Too-big-to-fail-Vorlage 2013 in Kraft gesetzt werden kann. Nachdem die Kommission an ihrer Sitzung vom 9. und 10. Januar entschieden hatte, dem Nationalrat die Rückweisung des Entwurfs des Bundesrats, der den teilweisen Übergang vom Schuldner- zum Zahlstellenprinzip enthält, zu beantragen sowie eine sofortige Lösung für die Pflichtwandelanleihen (CoCo) zu suchen, hat sie nun mit 12 zu 8 Stimmen bei 3 Enthaltungen eine (auf vier Jahre beschränkte) Befreiung der CoCo von der Verrechnungssteuer beschlossen. Um die Sicherungsfunktion der Verrechnungssteuer nicht zu gefährden, sieht die Kommissionsvorlage eine Verkaufsbeschränkung für inländische natürliche Personen vor. Darüber hinaus muss die Emission der CoCo in der Schweiz und nach schweizerischem Recht erfolgen. Eine Minderheit beantragt dem Rat, das Geschäft an die Kommission zurückzuweisen, damit diese dem Rat einen Entwurf vorlegen kann, der den teilweisen Übergang vom Schuldner- zum Zahlstellenprinzip vorsieht.

Da das eidg. Parlament noch keine Beschlüsse gefasst hat, ändert sich an den Aussagen der Autoren dieses Artikels, der vor der Sitzung der WAK-N verfasst wurde, nichts.

Quelle: Medienmitteilung, 31.1.2012, WAK-N.

Die Redaktion

Abbildung 4: **AUSZAHLUNGSPROFILE VON COCO UND COCOCO-BONDS**



Bei Write Off Bonds, die im neuen Bankengesetz als Anleihen mit Forderungsverzicht bezeichnet werden, sind die Abschreibungen unwiderruflich. Somit verlieren die Fremdkapitalgeber ihre Investition vollständig.

Im Gegensatz zu CoCo- und CoCoCo-Bonds stellen oben beschriebene Bonds keine konvertiblen Instrumente dar. Sie wurden allerdings ebenfalls mit dem Anspruch geschaffen, als Risikopuffer die Kapitalstruktur zu entlasten und können, bei ähnlicher Definition der auslösenden Ereignisse, aus einer ökonomischen Perspektive als ein Äquivalent zu ihren konvertiblen Pendants gesehen werden. Auch ohne eine gleichzeitige Erhöhung des Aktienkapitals bei Eintreten eines Trigger Events kann sowohl bei Write Down/Up als auch bei Write Off Bonds durch den Rückgang des Fremdkapitals eine verbesserte Eigenkapitalquote erreicht werden.

4. FAZIT

Die Schweiz nimmt in ihrer Politik zur Bankenregulierung derzeit eine strengere Position ein, als das internationale Umfeld. So ist die Höhe der zukünftigen Eigenmittelanforderungen im internationalen Vergleich aussergewöhnlich hoch. Beachtet man die Grösse der in der Schweiz als systemrelevant eingestuften Grossbanken im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt, ist dies nicht weiter verwunderlich. Um dem Finanzplatz keinen aussergewöhnlichen Wettbewerbsnachteil zuzumuten, sieht die Gesetzeslage vor, einen Teil der Eigenmittel mit hybriden Instrumenten, den CoCo-Bonds, aufzufüllen, die zunächst als Fremdkapital in die Bilanzen eingehen, aber dennoch als Eigenmittel angerechnet werden dürfen.

Die positiven Reaktionen des Markts bei den Emissionen der ersten CoCo-Bonds zeigen, dass Investoren diesem Instrument ein grosses Potenzial zur Krisenprävention und -bewältigung zugestehen.

Die vorangegangene Analyse verdeutlicht jedoch auch, dass die steuerlichen Rahmenbedingungen zu verbessern und bei der konkreten Ausgestaltung der CoCo-Bonds verschiedene Faktoren zu beachten sind, welche entscheidenden Einfluss auf die Wirkungsweise und Effektivität der verschiedenen CoCo-Instrumente, sowie deren Marktfähigkeit haben. Dies betrifft insbesondere die Definition der Trigger Events, bei denen neben der Praktikabilität des Ereignisses auch die Auswirkungen auf die Anreize der beteiligten Parteien zu beachten sind.

Ob sich die CoCo-Bonds in der nächsten Krise dann tatsächlich als geeignetes Mittel gegen systemische Finanzmarktkrisen beweisen werden, wird abschliessend wohl erst ex post beurteilt werden können. Aus heutiger Sicht stellen sie aber im Zusammenspiel mit weiteren Massnahmen, wie etwa einem adäquaten Risikomanagement, ein sinnvolles Instrument zur Rekapitalisierung von Banken im Fall des Eintretens einer systemischen Krise dar. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. Bank for International Settlements (2011): «Measures for global systemically important banks agreed by the Group of Governors and Heads of Supervision», Pressemitteilung vom 25. Juni 2011. **2)** Vgl. den Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen vom 30. September 2010. **3)** Vgl. European Banking Authority (2011): «EBA Recommendation on the creation and supervisory oversight of temporary capital buffers to restore market confidence», vom 8. Dezember 2011. **4)** Vgl. Financial Stability Board (2010): «Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions», Fachempfehlungen vom 20. Oktober 2010. **5)** Vgl. die Botschaft des Bundesrats zur Änderung des Bankengesetzes (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor; too big to fail) vom 20. April 2011. **6)** Vgl. Leippold, M. (2011): «CoCo-Bonds als regulatorisches Kapital», Der Schweizer Treuhänder, 2011/11. **7)** Vgl. die Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Bundesgesetzes über die Verrechnungssteuer (Belebung des schweizerischen Kapitalmarkts) vom 24. August 2011, S. 6621. **8)** Vgl. die Botschaft des Bundesrats zur Änderung des Bankengesetzes (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor; too big to fail) vom 20. April 2011, S. 4761. **9)** Vgl. die Botschaft des Bundesrats zur Änderung des Bankengesetzes (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor; too big to fail) vom 20. April 2011, S. 4718. **10)** Vgl. die Botschaft des Bundesrats zur Änderung des Bankengesetzes (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor; too big to fail) vom 20. April 2011, S. 4735. **11)** Vgl. die Botschaft des Bundesrats zur Änderung des Bundesgesetzes über die Verrechnungssteuer (Belebung des schweizerischen Kapitalmarkts) vom 24. August 2011. **12)** Vgl. zur «FATCA»-Thematik z. B. Bolli, R. (2011): «Auswirkungen von FATCA auf Schweizer Privatbanken», Der Schweizer Treuhänder, 2011/8. **13)** Vgl. z. B. Storck, A. (2011): «Konzerninterne Finanzierung und Treasury Centers», Vortrag an der Universität St. Gallen vom 7. Oktober 2011. **14)** Vgl. Deutsche Bank Research (2011): «Contingent Convertibles: Bankanleihen im Wandel», Finanzmarkt Spezial EU-Monitor 79, vom 15. April 2011, S. 6. **15)** In Anlehnung an De Spiegeleer, J./Schoutens, W. (2001): «Pricing Contingent Convertibles: A Derivatives Approach». **16)** Vgl. Flannery, M. J. (2009): «Stabilizing large financial institutions with contingent capital certificates», Working Paper, University of Florida. **17)** Vgl. McDonald, R. (2010): «Contingent Capital with a dual price trigger», Working Paper Northwestern University – Kellogg School of Management. **18)** Für eine Erläuterung zu den Problematiken der Kapitalverwässerung und der Abwärtsspirale vgl. Breitkreuz, R./Vollmar, J. (2011): «Contingent Convertibles zur Krisenprävention», Der Schweizer Treuhänder, 2011/3. **19)** Siehe hierzu Abbildung 3. **20)** Vgl. The US Shadow Financial Regulatory Committee (2010): «The Case for a Properly Structured Contingent Capital Requirement», Stellungnahme vom 13. Dezember 2010. **21)** Vgl. die «Regulierungsfolgenabschätzung der Änderungen des Bankengesetzes» des Eidgenössischen Finanzdepartements vom 31. März 2011. **22)** In Anlehnung an De Spiegeleer, J./Schoutens, W. (2001): «Pricing Contingent Convertibles: A Derivatives Approach». **23)** Vgl. Deutsche Bank Research (2011): «Contingent Convertibles: Bankanleihen im Wandel», Finanzmarkt Spezial EU-Monitor 79, vom 15. April 2011, S. 7. **24)** Vgl. Jensen, M./Meckling, W. (1976): «Theory of the firm. Managerial behavior, agency costs, and ownership structure», Journal of Financial Economics. Band 3, 1976, Nr. 4, S. 305–360. **25)** Für eine Darstellung der Moral Hazard-Problematik vgl. Breitkreuz, R./Vollmar J. (2011): Contingent Convertibles zur Krisenprävention, Der Schweizer Treuhänder 2011/3. **26)** Eine abschliessende rechnungslegungsbasierte Betrachtung ist derzeit ausstehend, allerdings könnten Hinweise aus der Behandlung von Besserungsscheinen gewonnen werden.