

Nr. 22

Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute

Andreas Böger, Thomas Heidorn, Philipp Graf Waldstein

Juni 2000

ISSN 1436-9753

Kontakt: *Prof. Dr. Thomas Heidorn*
Bankbetriebslehre,
insb. Risikomanagement und Derivate
Hochschule für Bankwirtschaft,
Frankfurt am Main
e-mail: heidorn@hfb.de

Herausgeber: Hochschule für Bankwirtschaft
Private Fachhochschule der BANKAKADEMIE
Sternstraße 8 ■ 60318 Frankfurt/M.
Tel.: 069/95946-16 ■ Fax: 069/95946-28

Abstract

Seit 1998 gewinnt hybrides Kernkapital eine zunehmende Bedeutung im deutschen Markt. Die besondere Form der stillen Beteiligung in Deutschland aber auch die Emission von Perpetuals ermöglichen den Banken eine bessere Strukturierung ihres aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals.

Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute

Schlüsselbegriffe:

Kernkapital, hybrides Kernkapital, nicht-kumulative Kupons, Stille Beteiligung, Perpetual, Preference Shares, Preferred Shares

Inhalt:

1. Einleitung	3
2. Markt für hybrides Kernkapital.....	4
2.1. Emissionen deutscher Banken am Markt	4
2.2. Strukturierungsmöglichkeiten.....	5
2.2.1. Stille Beteiligung	6
2.2.2. Perpetuals	7
3. Vorteile für Emittenten	8
4. Sichtweise der Ratingagenturen.....	11
4.1. Rating der emittierenden Bank	11
4.2. Rating-Methodologie für hybride Kernkapitalemissionen.....	12
5. Vorteile für Investoren.....	13
6. Risikobetrachtung.....	15
7. Ausblick.....	17
Literatur.....	20

1. Einleitung

Der Grundsatz I legt die Unterlegung der Geschäfte eines Kreditinstitutes mit Eigenmitteln fest. Der Umfang und die Art der getätigten Geschäfte ist somit stark von der aktuellen Eigenkapitalhöhe eines Instituts abhängig. Die Definition der Eigenkapitalgrößen im Aufsichtsrecht unterscheidet sich jedoch erheblich vom Eigenkapitalbegriff nach HGB¹. Bankkapital umfaßt neben den klassischen Eigenkapitalbestandteilen, wie Aktienkapital und einbehaltenen Gewinnen, auch jede Form von nachrangigen, durch Banken begebenen Wertpapiere und auch sonst nicht offengelegte Bestandteile, wie z.B. stille Reserven. Es handelt sich um eine rein aus dem aufsichtsrechtlichen Blickwinkel gebildete Form der Betrachtung der Kapitalstruktur eines Kreditinstitutes.

Kernkapital (Tier I) als qualitativ höchstwertiges Kapital stellt den Begrenzungsfaktor für alle weiteren Arten des Bankkapitals dar. Ergänzungskapital (Tier II) und Drittrangmittel (Tier III) können nur in bestimmten Relationen zum Kernkapital anerkannt werden.

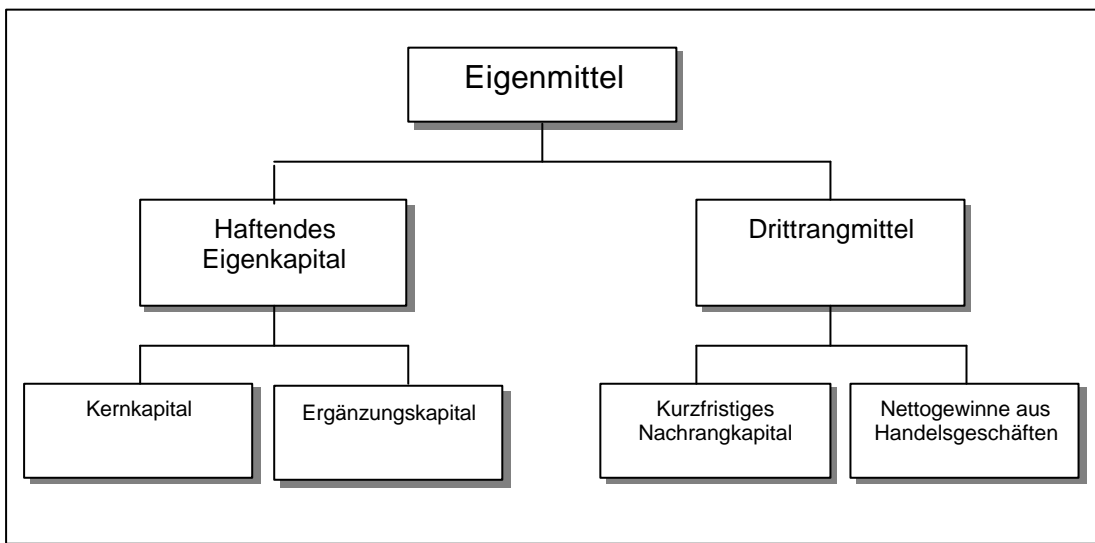


Abbildung 1: Eigenmittelbestandteile

Im Rahmen des effizienten Managements der knappen und teuren Ressource Eigenkapital stehen einem Kreditinstitut prinzipiell zwei Möglichkeiten zur Verfügung: eine Veränderung der gewichteten Risikoaktiva oder eine Erhöhung des Eigenkapitals. Eine innovative Möglichkeit der Schaffung von Kernkapital stellen hybride

¹ Nach § 266 Abs. 3 HGB bzw. § 272 HGB.

Kernkapitalinstrumente dar. Diese Art von äußerst weitreichend nachrangigen Schuldtiteln wird meist in Form der verbrieften stillen Beteiligung (in Deutschland) oder in einer der Vorzugsaktie ähnlichen Struktur dargestellt.² Hybrid bedeutet in diesem Falle, daß ein Papier sowohl Elemente von Eigenkapital (z.B. Haftung) und auch von Fremdkapital (z.B. steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinszahlungen) vereint.

2. Markt für hybrides Kernkapital

In den letzten zwei Jahren hat sich der Markt für hybride Produkte in Deutschland schnell entwickelt. Nach den BIS-Richtlinien vom Oktober 1998 gab es eine Vielzahl von Emissionen dieser Art in Deutschland.

2.1. Emissionen deutscher Banken am Markt

Seit 1998 hat es insgesamt 11 öffentliche hybride Tier I-Emissionen von drei deutschen Großbanken gegeben. Sie sind in Tabelle 1 zusammengefaßt. Die Spalte „Spread“ gibt den bonitätsbedingten Aufschlag gegenüber dem Swap-Satz (Euribor bzw. Libor) an, der bei den Produkten je nach Laufzeit und Struktur zwischen 110 und 200 Basispunkten lag. Die Tabelle zeigt, daß deutlich unterschiedliche Laufzeiten und Ausstattungen bei der Strukturierung der Anleihen gewählt wurden. Besonders wichtig sind dabei die Kündigungsrechte, da hier die Schnittstelle des „ewigen“ Eigenkapitals mit dem begrenzten Fremdkapital liegt.

² Es handelt sich hierbei um „preferred shares“ oder auch „preference shares“, die eine besondere angelsächsische Form der Kombination aus Eigen- und Fremdkapital darstellen. Da das BAKred den Begriff auch nicht ins Deutsche übersetzt, werden diese auch im weiteren Verlauf verwendet. Vgl. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1998).

Emittent (Rating)	Begebung	Nominal	aktueller Spread	Laufzeit	Kdg.- rechte	Investoren
Deutsche Bank (Aa3 / AA)	01/1998	USD 715 Mio.	Euribor +130	10 Jahre	-	EU Institutionell
	05/1999	USD 650 Mio.	USD-Libor+200	Perpetual	ab Jahr 10	US Institutionell
	06/1999	EUR 500 Mio.	Euribor +110	Perpetual	ab Jahr 5	EU Retail
	06/1999	USD 200 Mio.	USD-Libor+115	Perpetual	ab Jahr 5	EU Retail
Dresdner Bank (Aa3 / AA)	05/1999	EUR 500 Mio.	Euribor +130	12 Jahre	Jahr 10	EU Institutionell
	05/1999	USD 1.000 Mio.	USD-Libor+180	32 Jahre	Jahr 30	US Institutionell
HypoVereinsbank (Aa3 / A+)	12/1998	DEM 1.000 Mio.	Euribor +135	12 Jahre	-	EU Institutionell
	05/1999	EUR 500 Mio.	Euribor +125	12 Jahre	-	EU Retail
	06/1999	USD 500 Mio.	USD-Libor+190	32 Jahre	Jahr 30	US Institutionell
	09/1999	GBP 100 Mio.	GBP-Libor+190	37 Jahre	Jahr 35	UK Institutionell
	11/1999	USD 150 Mio.	USD-Libor+120	Perpetual	ab Jahr 5	EU Retail

Tab. 1: Hybride Kernkapitalemissionen deutscher Großbanken

Quelle: Bloomberg, HypoVereinsbank AG (Stand: 20.01.2000)

2.2. Strukturierungsmöglichkeiten

Schon immer versuchten Kreditinstitute Möglichkeiten zu finden, die Kernkapitalbasis zu verbreitern und dies mit Steuervorteilen gegenüber dem reinen Aktienkapital zu verbinden. Sowohl europäische Banken, aber vorrangig US-Institute emittierten derartige Papiere. Jedoch geschah dies in einer aufsichtsrechtlich noch unklaren Situation. Dies änderte sich im Oktober 1998 mit den Richtlinien für die Anerkennung von innovativen Kapitalinstrumenten als Tier I-Kapital. Hier wurde festgelegt, welche Anforderungen die Instrumente erfüllen müssen, um dem Kernkapital zugerechnet werden zu können. Sie müssen:³

- voll eingezahlt sein;
- dem Verlustauffang dienen;
- nachrangig haften gegenüber Einlegern, sonstigen Gläubigern und nachrangigen Verbindlichkeiten des Kreditinstitutes;

und sie dürfen:

- nicht-kumulativ (bei Ausfall nicht nachzahlbar) sein;
- keine feste Laufzeit besitzen (permanent);

³ Vollständiger Kriterienkatalog: vgl. Basle Committee on Banking Supervision / Bank for International Settlements (1998).

- nicht besichert bzw. durch eine Garantie oder anderen Vereinbarungen rechtlich oder wirtschaftlich besser gestellt sein als die allgemeinen Gläubiger;
- frühestens nach fünf Jahren durch den Emittenten kündbar sein (aufsichtsrechtliche Zustimmung erforderlich).

Falls auf das Aktienkapital des Instituts keine Dividende gezahlt wird, muß die Bank die Verfügungsgewalt über die Kupons des innovativen Instruments haben.

Instrumente, die mit einer Erhöhung des Ausschüttungssatzes (Step-Up) versehen sind, können nur dem Kernkapital zugerechnet werden, wenn diese Erhöhung moderat ist und einmalig, frühestens nach zehn Jahren, stattfindet. Es wird hervorgehoben, daß von den Instituten erwartet wird, daß die allgemein geforderten Kapitalquoten auch ohne innovative Kernkapitalinstrumente einzuhalten sind. Aus diesem Grund wurden die hybriden Kernkapitalinstrumente, bis auf diejenigen Instrumente, die lediglich Kündigungsrechte des Emittenten aufweisen, auf 15 % des Kernkapitals der Institute auf konsolidierter Ebene beschränkt. Instrumente, die vor dieser Veröffentlichung unter nationalen Vorschriften als Tier I-Kapital anerkannt wurden, genießen Bestandsschutz (grandfathering).

2.2.1. Stille Beteiligung

Das BAKred fand mit dem Baseler Ausschuß eine Regelung für die nur in dieser Art in Deutschland mögliche stille Beteiligung. Vermögenseinlagen stiller Gesellschafter mit einer Mindestlaufzeit von zehn Jahren und einer Restlaufzeit von mindestens zwei Jahren können zusammen mit anderen innovativen Kapitalinstrumenten bis zur Grenze von 15 % dem Kernkapital zugerechnet werden.⁴ Diese Form stellt die einzige am Markt bestehende Möglichkeit dar, ein Instrument zu emittieren, das mit einer festgelegten Laufzeit (Dated) versehen ist.⁵

Eine Möglichkeit, eine solche Tier I-Struktur als stille Beteiligung zu strukturieren, ist die stille Beteiligung eines Treuhänders am Kreditinstitut bzw. einer Tochter des Kreditinstitutes und die anschließende Verbriefung der stillen Beteiligung. Dies geschieht auch häufig über die Einschaltung eines Trusts in den USA. Ausschüttungen auf die stille Beteiligung werden nur geleistet, sofern das Institut über ausreichend Gewinn (bzw. Gewinn zuzüglich Gewinnrücklagen) verfügt und die Eigenkapitalkennziffern den aufsichtsrechtlichen Mindestwert erreichen. Falls dieser Mindestwert nicht erreicht wird, kann die Aufsicht die Zahlung eines Kupons verhindern. Falls allerdings nicht ausreichend Gewinn vorhanden sein sollte, die aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen erfüllt sein sollten und eine Dividende auf

⁴ Vgl. Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (1998).

⁵ Eine Ausnahme bilden die US-Bank Holdings, die auch Dated-Strukturen begeben können.

Stammaktien gezahlt wird, so ist die stille Beteiligung prinzipiell in voller Höhe zu bedienen.

Sofern ein etwaiger Verlust die Gewinnrücklagen übersteigt, nimmt die stille Beteiligung, z.B. im gleichen Verhältnis wie das den Anteilseignern zugewiesene Kapital (Grundkapital und Rücklagen), am Verlust teil. In diesem Fall können erst wieder Ausschüttungen auf die stille Beteiligung stattfinden, wenn diese bis zur Höhe des Nominalvolumens wieder durch Gewinne „aufgefüllt“ wurde. Solange keine Ausschüttungen auf die stille Beteiligung vorgenommen werden, können auch keine Dividendenzahlungen an die Aktionäre stattfinden.

Die Rückzahlung findet entweder zum Nennbetrag oder zu dem um die Verlustbeteiligungen verminderten Nennbetrag statt, sofern wiederum die aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen erfüllt werden. Ist dies nicht der Fall, so kann die Laufzeit der stillen Beteiligung bis zur Genehmigung der Aufsicht auf unbestimmte Zeit verlängert werden.

International wird diese Form der Schaffung von Kernkapital sehr kontrovers diskutiert. Da deutsche Kreditinstitute einzig über die Möglichkeit verfügen, Dated-Strukturen zu begeben, beklagen ausländische Institute eine Verletzung der Wettbewerbsgleichheit.

2.2.2. Perpetuals

Im Gegensatz zur Dated-Struktur der stillen Beteiligung verfügen Perpetuals (ewige Anleihen) nicht über eine feste Laufzeit und erfüllen dadurch die ursprüngliche Forderung der BIS. Prinzipiell sind die Kriterien für die Bemessung der Ausschüttung der Perpetuals gleich denen der stillen Beteiligung. Eine explizite Verlustabsorption besteht allerdings bei Perpetuals nicht. Dadurch daß eine Rückzahlung allerdings nur stattfinden kann, wenn ausreichend Eigenkapital zur Verfügung steht und eine Rückzahlung nur zum vollen Nennbetrag erfolgen kann, existiert sie aber indirekt.

Perpetuals sind mit Kündigungsrechten des Emittenten verbunden. Diese bestehen nach einer Mindestlaufzeit (meist 5 Jahre) zu jedem weiteren Kupontermin, wobei auch hier wieder die Aufsichtsbehörde eine Rückzahlung verwehren kann. Perpetual-Anleihen unterliegen nicht der Beschränkung der BIS auf 15 % des Kernkapitals, da sie lediglich Kündigungsrechte des Emittenten verbiefen. Sie stellen somit auch für deutsche Kreditinstitute, die auf die Möglichkeit der stillen Beteiligung zurückgreifen können, eine weitere interessante Alternative dar.

Eine Modifikation stellen die Step-Up Perpetuals dar. Bei dieser Form ist eine Erhöhung des Ausschüttungssatzes nach einer bestimmten Zeit vorgesehen. Diese

Erhöhung darf laut den Anforderungen der BIS einmalig nach frühestens zehn Jahren stattfinden. Die Erhöhung des Ausschüttungssatzes (Step-Up) ist jeweils mit einem Kündigungsrecht des Emittenten zum gleichen Zeitpunkt verbunden. Die Limitierung des Step-Ups hat den Hintergrund, daß bei einem hohen Step-Up faktisch ein Instrument mit einer Endlaufzeit geschaffen wird. Durch die starke Erhöhung der Finanzierungskosten wird das emittierende Institut, sofern die Bonität es zuläßt, die Anleihe zurückzahlen und bei Bedarf ein neues Instrument emittieren. Durch einen sehr hohen Step-Up kann ein „wirtschaftlicher Zwang zur vorzeitigen Rückzahlung“⁶ geschaffen werden.

Eine weitere Modifikation der Perpetuals ist die Variante, bei einem nicht ausgeübten Kündigungsrecht des Emittenten dem Investor das Recht zu geben, eine Rückzahlung in Aktien zu verlangen. Die Rückzahlung findet dann entweder in eigenen Aktien mit einem Marktwert gleich dem Nominal (meist wird der Marktwert noch um einen bestimmten Prozentsatz überschritten) oder durch eine Geldzahlung statt, die aus der Emission von ausreichend eigenen Aktien entsteht. Dadurch wird der wirtschaftliche Zwang des Emittenten zur Kündigung nochmals erhöht. Da die Ausgabe neuer Aktien zur Tilgung der hybriden Emission zu einer Verwässerung des Eigenkapitals führen würde und Aktionäre dies äußerst negativ aufnehmen, ist davon auszugehen, daß Emittenten versuchen werden, eine solche Situation zu vermeiden. Diese als „Stock-Settlement“ bezeichnete Variante wurde bisher noch nicht von deutschen Banken genutzt. Ob das BAKred einer solchen Struktur zustimmen würde ist noch fraglich.

3. Vorteile für Emittenten

Für Emittenten von hybriden Kernkapitalinstrumenten ergeben sich zahlreiche Vorteile im Vergleich zu einer Aktienemission, der einzigen anderen Möglichkeit für ein Kreditinstitut, Tier I-Kapital am Kapitalmarkt zu schaffen.

Da hybrides Kernkapital eine feste Verzinsung bzw. einen festen Aufschlag zum Referenzzinssatz besitzt, unterscheidet es sich stark von einer Aktie. Ein Anhaltspunkt für die Verzinsung des Aktienkapitals ist die von den Aktionären geforderte, beziehungsweise vom Unternehmen selbst zum Ziel gesetzte Eigenkapitalverzinsung. Im folgenden Beispiel wird mit einer geforderten Eigenkapitalverzinsung nach Steuern von 15 % gearbeitet, da Zahlen in dieser Größenordnung häufig genannt werden.

Es wird hier eine Aktienemission mit einem Emissionserlös von 1 Mrd. EUR mit einer hybriden Kernkapitalemission von 1 Mrd. EUR über einen Betrachtungszeit-

⁶ Haag, Oratore, Schildkraut (1999), S.12.

raum von 10 Jahren verglichen. Die hybride Kernkapitalemission mit einem Kupon von 8 % entspricht ungefähr dem heutigen Niveau. Als Steuersatz der Bank erscheint 40 %⁷ realistisch. In Tabelle 2 wird der Kostenvergleich der beiden Transaktionsarten nach Steuern dargestellt.⁸

Instrument	Nominal	Kosten nach Steuern (%)	Kosten nach Steuern (EUR)	Vorteil Hybrid p.a. (EUR)	Barwert des Vorteils für 10 Jahre nach Steuern
Aktie	1 Mrd.	15 %	150 Mio.	102 Mio.	751 Mio.
Hybrid	1 Mrd.	4,8 %	48 Mio.	-	-

Tabelle. 2: Kostenvergleich Aktienkapital / hybrides Kernkapital nach Steuern

Das Beispiel zeigt, daß der Kostenvorteil von hybridem Kernkapital beachtliche Summen erreichen kann. Einerseits werden die Zahlungen auf hybrides Kernkapital vor Steuern geleistet, andererseits entsteht ein Fremdkapital-Leverage. Die Berechnung zeigt, daß es für profitable Banken sehr lukrativ ist, hybride Instrumente zu nutzen. Die kritische Eigenkapitalrendite für eine vorteilhafte Emission von hybridem Kernkapital liegt im Beispiel bei 4,8 % nach Steuern.

Ein Aktionär ist nach der Schaffung von Kernkapital durch ein hybrides Instrument noch immer mit dem gleichen prozentualen Anteil an dem Institut beteiligt. Dies unterscheidet die hybride Emission von der Kapitalerhöhung (gegen Bareinzahlung), bei der es zu einer Verwässerung (dilution) der Eigentümerstruktur kommt, da neue Aktien ausgegeben werden. Der Nutzen einer Emission von hybridem Tier I-Kapital kann nicht nur darin liegen, neues Kapital zu schaffen. Es ist auch möglich, die Struktur des aufsichtsrechtlichen Kernkapitals unter Beibehaltung der Höhe zu verändern. Ein Rückkauf von ausstehenden Aktien aus den Emissionserlösen einer hybriden Tier I-Transaktion ist dabei denkbar, obwohl dies in Europa bisher noch nicht explizit durchgeführt wurde. Dies könnte jedoch für die Zukunft eine der Anwendungsmöglichkeiten sein, um die Kernkapitalstruktur einer Bank zu optimieren.

Durch die Kündigungsrechte ergeben sich für den Emittenten weitere Vorteile. Er kann die Anleihe bei einem niedrigeren Zinsniveau kündigen, um sie durch eine

⁷ Die durchschnittliche Steuerlast der vier deutschen Großbanken lag in den Jahren 1997 und 1998 bei 40 %. Vgl. Deutsche Bank (1998); Dresdner Bank (1998); Bayerische Hypo- und Vereinsbank (1998); Commerzbank (1998).

⁸ Die Kosten des hybriden Instruments in Höhe von 4,8 % ergeben sich durch die Umwandlung der 8 % Vorsteuerverzinsung in eine Nachsteuergröße von $8\% \times (100\% - 40\%) = 4,8\%$. Die letzte Spalte gibt den Barwert des Vorteils für 10 Jahre bei einem Diskontierungssatz von 6 % an.

neue günstigere Emission zu ersetzen.⁹ Aufgrund der stark ausgeprägten Nachrangigkeit der hybriden Kernkapitalinstrumente ist der Aufschlag (Spread) gegenüber der Benchmark sehr hoch und auch sehr anfällig für Bonitätsveränderungen des Emittenten. Es könnte dementsprechend für ein Institut auch vorteilhaft sein, eine Anleihe bei gleichbleibendem Zinsniveau zu kündigen, sofern sich der Spread der Anleihe verringert hat. Der Emittent einer kündbaren Anleihe, die hybrides Tier I-Kapital darstellt, besitzt also eine Option auf seinen eigenen Credit-Spread. Dieses Element der Option auf den eigenen Credit (Bonität) ist bei jeder kündbaren Anleihe vorhanden. Da es sich aber bei hybridem Tier I um die nachrangigste Form von Bankanleihen – und dadurch auch um die Instrumente mit den höchsten und für Veränderungen anfälligsten Spreads – handelt, ist diese Eigenschaft dort am stärksten ausgeprägt. Analog zum Kreditderivat, kann man hier von einem Credit Spread Call reden.

In einem Marktumfeld zunehmender Firmenübernahmen ist die Rolle des hybriden Kernkapitals als „Akquisitionswährung“ neben der Schaffung von klassischem Kernkapital durch Aktienemission und der Entlastung von Kernkapital durch die Verbriefung von Vermögensgegenständen ein wichtiges Instrument zur Darstellung der Kaufsumme und des Goodwills.

Die Veröffentlichung der BIS weist explizit darauf hin, daß durch hybride Kernkapitalinstrumente auch Tier I in Fremdwährung geschaffen werden kann. Dies bietet die einmalige Möglichkeit, einen eventuellen Fremdwährungsanteil der gewichteten Risikoaktiva durch Kernkapital in gleicher Währung abzusichern.¹⁰ In den 90er Jahren wurde ein erhöhter Anteil der Risikoaktiva in Fremdwährung (speziell USD) zu einem schwerwiegenden Problem für einen Großteil der skandinavischen Kreditinstitute, da diese durch die schwache heimische Währung immer niedrigeres Eigenkapital in Relation zu ihren gewichteten Risikoaktiva besaßen.¹¹ Kernkapital in USD hätte diese Probleme teilweise verhindern können.

⁹ Eine Kündigungsmöglichkeit besteht allerdings nur, wenn die Aufsichtsbehörde dies nicht untersagt.

¹⁰ Gemäß §6 AktG muß das Grundkapital einer AG auf einen Nennbetrag in EUR lauten. Dadurch ist durch die Ausgabe von Aktien keine Schaffung von Tier I in Fremdwährung möglich. Vgl. §6 AktG.

¹¹ Vgl. Matten (1998), S. xi.

4. Sichtweise der Ratingagenturen

Prinzipiell ist eine Verstärkung der Eigenkapitalbasis eines Schuldners auf das Rating positiv. Ein höheres Eigenkapital erhöht die Fähigkeit der Gesellschaft, Verluste auffangen zu können, und wirkt sich somit vorteilhaft auf die Forderungen der Gläubiger aus. Für die Verbindung zwischen einem guten Rating und einer hohen Eigenkapitalquote gibt es allerdings letztlich keinen empirischen Nachweis.¹²

4.1. Rating der emittierenden Bank

Moody's betont, daß die Kapitalstruktur eines Unternehmens nur einer der wichtigen Faktoren für die Ermittlung des Ratings ist. Neben der Frage, wofür die geschaffenen Mittel verwendet werden und welche zukünftigen Auswirkungen sich dadurch ergeben können, wird bei hybriden Instrumenten speziell untersucht, in welchen Punkten sie tatsächlich Eigenschaften von Eigenkapital besitzen. Die drei Hauptkriterien für Eigenkapital sind:¹³

1. keine festen Zahlungsverpflichtungen;
2. keine Laufzeit (keine Rückzahlung des Nominalbetrags);
3. äußerst weitreichender Verlustauffang.

Da diese Punkte nur von Aktienkapital und einbehaltenen Gewinnen vollständig erfüllt werden und hybrides Kernkapital diese nur teilweise erfüllt, ist die Qualität des hybriden Kernkapitals von Moody's auch nicht so hoch eingeschätzt wie bei Aktienkapital und einbehaltenen Gewinnen. Besonders wichtig sind die Einflüsse der Instrumente auf den Cash-Flow des Unternehmens. Der Nachteil der hybriden Instrumente liegt darin, daß durch die festen Kuponzahlungen der Gewinn als absolute Größe geschmälert wird. In reinen Kennziffern verbessert sich die Gewinnsituation des Unternehmens zwar relativ, absolut nimmt jedoch der Gewinn ab. Je höher der Anteil der hybriden Instrumente am Tier I-Kapital ist, desto höher ist auch der bereits vorbelegte Anteil des Gewinns. Zwangsläufig kommt es somit zu einer Beschneidung der Entscheidungsgewalt des Unternehmens bei der Gewinnverwendung.

Neben der Untersuchung der zukünftigen Cash-Flows und dem Einfluß der hybriden Kernkapitalinstrumente auf die zukünftige Geschäftsentwicklung, wählt **Standard & Poor's** einen Ansatz, der auf die Güte der Eigenkapitalbestandteile ab-

¹² Vgl. Matten (1998), S. 13.

¹³ Vgl. Moody's Investors Service (1999), S. 4.

zielt. Es werden die Kapitalbestandteile zu Analysezwecken nochmals in zwei Größen unterteilt. Adjusted common equity umfaßt dabei das Aktienkapital und die einbehaltenen Gewinne während adjusted total equity zusätzlich die hybriden Instrumente und Genußscheine beinhaltet. Es wird großer Wert auf die Laufzeit des hybriden Kernkapitals gelegt. Für die Zurechnung bedarf es einer Mindestlaufzeit von 20 Jahren, wobei die Behandlung von Instrumenten mit einer langen Ursprungslaufzeit und geringer Restlaufzeit noch nicht geklärt ist.¹⁴

Ein Übermaß an Emissionen von hybridem Kernkapital kann nicht nur dazu führen, daß diese hybriden Strukturen von den Ratingagenturen nicht als Eigenkapital angesehen werden, sondern auch zu einem eventuellen Downgrading führen. Beide Agenturen sehen eine Emission von hybridem Kernkapital zur Finanzierung eines Aktienrückkaufs kritisch. Moody's merkt an, daß dadurch nicht nur die Struktur des Kapitals, sondern auch maßgeblich die Qualität des Kapitals negativ beeinflusst wird.¹⁵ Standard & Poor's sieht dies grundsätzlich auch negativ, es sei denn, daß nach der Transaktion noch Kapital in mehr als ausreichender Höhe vorhanden ist.¹⁶

4.2. Rating-Methodologie für hybride Kernkapitalemissionen

Bei der Ermittlung des Ratings für hybride Emissionen versucht **Moody's** herauszufinden, welche Eigenschaften von Fremdkapital und Eigenkapital vorhanden sind. Die Definition des Eigenkapitals fußt wieder auf den vorgenannten drei Punkten. Nachdem die einzelnen Bestandteile identifiziert sind, wird die Struktur auf einer Skala eingeordnet (debt-equity continuum), die den Übergang von Fremd- zu Eigenkapital beschreibt. Die Skala des debt-equity continuums reicht von „A“ (Fremdkapitaleigenschaft überwiegt deutlich) bis zu „E“ (Eigenkapitaleigenschaft dominiert), wobei hybrides Kernkapital meist in „A“ oder „B“ eingeteilt ist.¹⁷

Standard & Poor's versucht die Elemente zu identifizieren, die hybrides Kernkapital risikoreicher machen als reines Fremdkapital. Dazu gehört auch immer eine Einzelfallprüfung der Verlustteilnahme und der Grundlagen für die Bemessung der Ausschüttungen.

Da die Strukturen und Verlustauffangmechanismen bei hybridem Kernkapital von Struktur zu Struktur unterschiedlich sein können, gibt es kein festes Rating-Schema. Die Einordnung zwischen Eigen- und Fremdkapital kann dabei nur eine

¹⁴ Vgl. Standard & Poor's Ratings Services (2000).

¹⁵ Vgl. Moody's Investors Service (1996), S. 1.

¹⁶ Vgl. Standard & Poor's Ratings Services (1999), S. 102.

¹⁷ Vgl. Moody's Investors Service (1999), S. 8ff.

Hilfestellung sein. Tabelle 3 zeigt die indikative Einstufung von verschiedenen Bankkapitalprodukten gegenüber dem Rating des Emittenten (X).

	Moody's	Standard & Poor's	Fitch/BCA
Erstrangige Verbindlichkeiten	X	X	X
langfr. nachr. Verb. (Lower Tier II)	X-1	X-1	X-1
Genußschein (Upper Tier II)	X-2	X-2	X-2
Drittangmittel (Tier III)	X-2	X-3	X-3
Hybrides Tier I	X-1 bis X-2	X-2 bis X-3	X-1 bis X-2

Tabelle. 3: Ratingabschläge (Stufen) von Bankkapitalprodukten¹⁸

Diese Abschläge sind jedoch nur grobe Richtgrößen, da grundsätzlich jede Emission verschiedene Ausgestaltungen haben kann. Dies gilt besonders für die sehr individuell strukturierten Kernkapitalinstrumente.

5. Vorteile für Investoren

Die Käuferschicht für hybrides Kernkapital läßt sich in Institutionelle und Retail Investoren aufteilen:

Institutionelle Anleger bevorzugen primär Dated-Strukturen. Da diese jedoch nur von einem sehr begrenzten Emittentenkreis aufgelegt werden können, bieten sich als Alternative Step-Up Strukturen von Kreditinstituten an, die nicht in den Vorzug kommen, nach der Dated-Variante emittieren zu können. Durch die künstlich geschaffene Endfälligkeit werden diese Produkte für den institutionellen Investor interessant. Je höher der Aufschlag zum Step-Up Termin ist, um so wahrscheinlicher ist die Kündigung. Ein Kauf von reinen Perpetual-Strukturen findet durch institutionelle Anleger faktisch nicht statt.

Retail-Investoren sind für jede Art des hybriden Kernkapitals offen. Entsprechend herrschen in diesem Marktsegment Perpetuals vor. Besonders spanische und portugiesische Kunden stellen eine große Käuferschicht dieser Anleihen dar. Durch den hohen Bekanntheitsgrad ist es auch möglich, die Papiere ausländischer Banken im spanischen Markt zu verkaufen. Auf dem deutschen Markt wurden al-

¹⁸ Quelle: in Anlehnung an: Lehman Brothers, Corporate Bond Research. Financial Services Commentary: Guide to Bank Capital, Structures and Markets, March 1999

lerdings bisher nur Dated-Strukturen im Retail-Geschäft angeboten. Ein breiter Verkauf von Perpetuals fand bisher in Deutschland nicht statt.

Auf der Suche nach einer Höherverzinsung gegenüber Staatsanleihen oder erst-rangigen Anleihen guter Schuldner ist hybrides Kernkapital ein außerordentlich interessantes Mittel. Durch die Schaffung eines gemeinsamen europäischen Wettbewerbsumfeldes im Versicherungswesen sehen sich speziell Lebensversicherer immer größer werdendem Wettbewerbsdruck ausgesetzt. Durch diesen Konkurrenzdruck, der verstärkt auch aus Großbritannien kommt, sehen sich Versicherungen gezwungen, ihren Kunden bessere Verzinsungen als zuvor zu bieten. Durch den Euro als einheitliche Währung und die damit verbundene Konvergenz der Zinsen, sind die Anlagemöglichkeiten in spanischen und italienischen Staatsanleihen nicht mehr so lukrativ wie früher. Aufgrund der höheren Zinssätze in Spanien und Italien und der noch relativ guten Bonität der Staatsanleihen, waren diese Märkte von Investoren auf der Suche nach höheren Zinsen stark frequentiert. Diese Investoren können nun bei der Anlageentscheidung auf hybride Kernkapitalprodukte zurückgreifen. Speziell die spanischen und portugiesischen Investoren, die vor wenigen Jahren noch zweistellige Renditen gewohnt waren, zeigen ein großes Interesse.

Auf der Suche nach höherverzinslichen Anlagen müssen Investoren in die Papiere von Schuldern schlechterer Bonität investieren. Bei Anleihen von Unternehmen besteht das Problem, daß diese häufig nur geringes Volumen aufweisen und somit kein liquider Zweitmarkt vorhanden ist. Ein Verkauf der Papiere vor der Fälligkeit kann sich somit als schwierig oder teuer erweisen. Problematisch ist auch die Tatsache, daß die Schuldner erst noch einer genauen Bonitätsanalyse unterzogen und viele Risiken, die für das Geschäft des Unternehmens wichtig sind, erst untersucht werden müssen. Der Vorteil einer hybriden Kernkapitalemision liegt für den Investor darin, daß der Schuldner bereits bekannt ist und zahlreiche Analysen über ihn vorhanden sind. Da Banken zur Refinanzierung des Kreditgeschäftes wichtige Emittenten von Anleihen sind, kann davon ausgegangen werden, daß die Anleger bereits erstrangige Anleihen der Bank besitzen. Ausreichendes Research-Material ist im Regelfall vorhanden. Somit ist der Schuldner bereits bekannt und es liegen ausreichend internes oder externes Wissen über den Emittenten, aber auch branchen- und länderspezifische Daten vor. Dies ist auch der Vorteil gegenüber dem Kauf eines Papiers eines bonitätsmäßig schlechteren Staates, dessen länderspezifische Risiken so ausgeschaltet werden.

Die Kreditinstitute spielen in der Wirtschaft eine tragende Rolle. Es ist daher fraglich, ob eine Staatsregierung den Konkurs eines der großen Institute zulassen würde. Da das Risiko des Zusammenbruchs der gesamten Wirtschaft des Landes entstehen würde, ist eine staatliche Unterstützung in einem solchen Falle nicht unwahrscheinlich. Investoren nehmen diesen Effekt als „too big to fail“ wahr. Als in

den frühen 90er Jahren die Christiania Bank (Norwegen) und die Den Norske Bank (Dänemark) durch den Staat mit neuem Kapital gerettet wurden, wurden auch alle Kupons auf jegliche Art von nachrangigen Anleihen gezahlt.¹⁹

6. Risikobetrachtung

Durch die starken Bewegungen am Kapitalmarkt im Herbst 1998 kam es allgemein zu einer ausgeprägten Ausweitung der Credit-Spreads²⁰ von Anleihen. Der Spread von erstrangigen Bankschuldverschreibungen weitete sich zu dieser Zeit um ungefähr 10 bis 20 bp aus.²¹ Je nachrangiger die Anleihen jedoch waren, desto größer war die Ausweitung: Beispielsweise ergab sich für eine nachrangige USD-Anleihe der Abbey National Bank eine Erhöhung von 93 bp auf 140 bp.

Bei den zu dieser Zeit am US-Markt gehandelten hybriden Tier I-Produkten fiel die Ausweitung des Spreads besonders stark aus. Eine Perpetual-Emission der Société Générale weitete sich von 275bp auf 540bp aus, was einen Barwertverlust von ca. 15,4 % darstellt. Besonders hart traf es die Investoren der Anleihe der Fuji Bank, deren ursprünglicher Spread sich von 400 bp auf 2.500 bp ausweitete. Dies entspricht einem Barwertverlust von ca. 63,2 %.²²

Bei der Betrachtung dieser außerordentlich starken Schwankungen wird klar, daß Kernkapitalinstrumente ein höheres Risiko verkörpern als andere, im Rang vorgehende, Bankverbindlichkeiten. Hybrides Kernkapital ist nicht einzig aufsichtsrechtlich mit eigenkapitalspezifischen Merkmalen ausgestattet. Durch die aussetzbare Zahlung des nicht-kumulativen Kupons und der Verlustteilnahme besteht auch wirtschaftlich ein Zusammenhang mit Eigenkapitaleigenschaften.

Aus Risikogesichtspunkten ist hybrides Kernkapital zwischen den Stammaktien des Unternehmens und Genußscheinen einzuordnen. Abbildung 2 stellt die verschiedenen verbrieften Produkte des Bankkapitals mit ihren Rendite- und Risikopotentialen dar. Angefangen bei den erstrangigen Anleihen²³, die das geringste Risiko, aber auch die geringste Rendite aufweisen, zeigt die Abbildung die jeweiligen Renditestufen. Die höheren Renditestufen gehen mit einem höheren Risikopotential einher.

¹⁹ Vgl. Peterson (1999), S. 30.

²⁰ Diese Ausweitung war durch eine Ausweitung des Bund/Swap-Spreads bzw. des Treasury/Swap-Spreads auf Basis der Staatsanleihen nochmals höher als auf Basis des Swap-Satzes.

²¹ Vgl. Olivier (1999), S. 28ff.

²² Die Höhe der Spreads mit den zugehörigen Laufzeiten der Treasury Bonds entstammen der Quelle: Olivier (1999), S. 28ff. Die Berechnungen sind jeweils approximativ gegenüber einem 10-jährigem US Treasury Bond mit einer angenommenen Verzinsung von 6 % gerechnet.

²³ Erstrangige Anleihen stellen kein Bankkapital dar. Sie dienen lediglich der Refinanzierung.

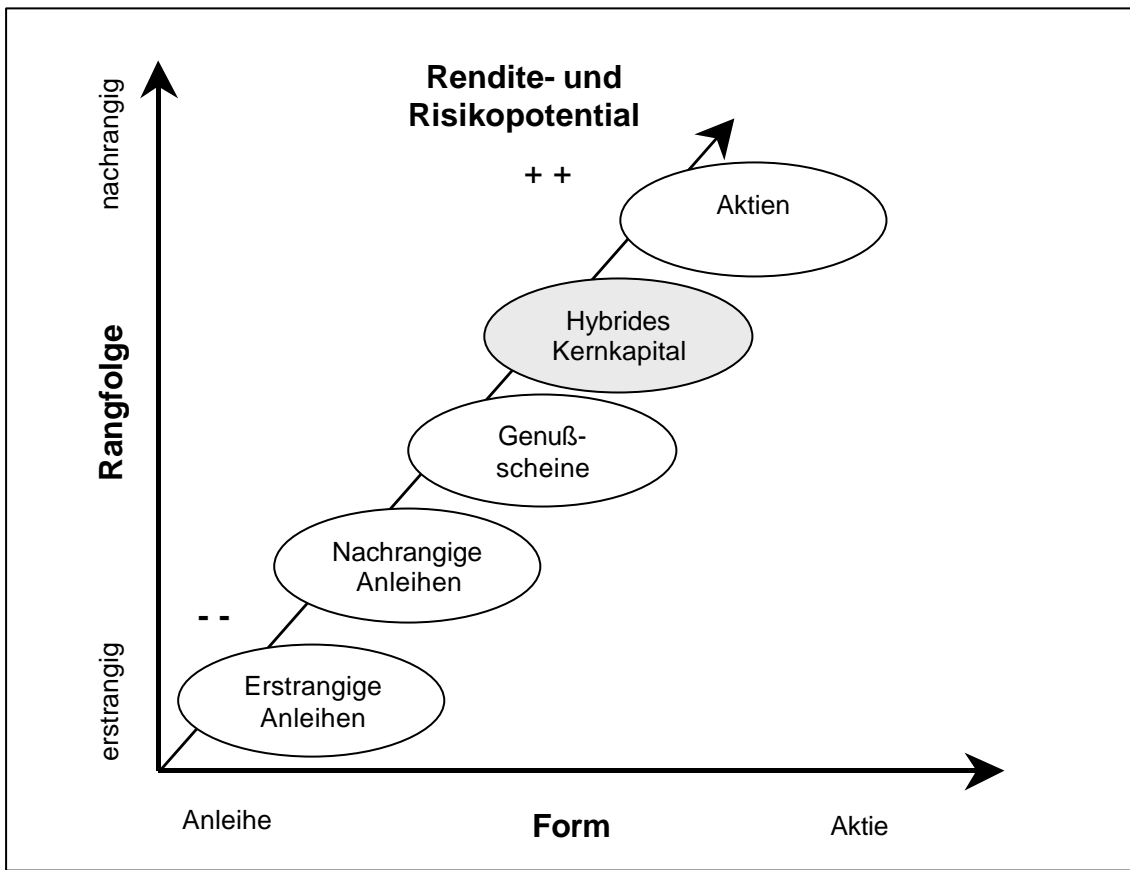


Abbildung 2: Rendite- und Risikopotential von verbrieftem Bankkapital

Bei einer stillen Beteiligung bestehen zwei Hauptunterschiede zum Genußschein. Zum einen ist der Kupon nicht-kumulativ. Weiterhin erfolgt die Kapitalwiederherstellung für den Fall einer vorherigen Verlustbeteiligung zuerst für die Genußscheine und deren aufgeschobene Dividenden. Die stille Beteiligung wird erst nach der vollständigen Bedienung des Genußscheinkapitals wieder „aufgefüllt“.

In bezug auf die Risiken ähnelt eine hybride Kernkapitalemission eher dem Genußschein als dem Aktienkapital. Die vielfältigen Unterschiede zum Aktienkapital werden alleine durch die Tatsache klar, daß ein Aktionär sowohl an den Risiken des Unternehmens beteiligt ist als auch von allen Ertragschancen des Unternehmens profitiert. Der Käufer des hybriden Tier I-Instruments nimmt ebenfalls am Risiko des Unternehmens teil, erhält im Gegenzug aber einen vorher festgelegten Zinssatz.

Eine allgemeingültige Darstellung der Risiken von hybriden Kernkapitalinstrumenten ist nur schwer möglich. Aufgrund der von Struktur zu Struktur unterschiedlichen Möglichkeiten der Ausgestaltung und der länderspezifischen Anforderungen, die sich momentan durch jede neue Struktur erst bis ins Detail herausbilden, ist eine Einzelbetrachtung jeder hybriden Struktur nötig. Einige prinzipielle Risiko-

faktoren, beziehungsweise Ansatzpunkte für die Risikoanalyse, können dennoch für die gesamte Gruppe der hybriden Kernkapitalinstrumente genannt werden:²⁴

1. Finanzstärke des Emittenten / Äußerste Nachrangigkeit.
2. Keine Verpflichtung zur Zahlung der nicht-kumulativen Kupons (auch temporäre Verluste werden zum Risiko).
3. Keine Stimmrechte (trotz umfangreicher Haftung).
4. Einfluß der Aufsicht auf Dividenden und Rückzahlung.
5. „Verlängerung“ der Laufzeit durch den Emittenten (Step-Up-Struktur wird entgegen den Erwartungen doch nicht gekündigt).
6. Vorzeitige Rückzahlung bei kündbaren Strukturen.
7. Außerordentliche Kündigung für den Fall der Änderung oder des Wegfalls der aufsichtsrechtlichen Anerkennung als Kernkapital oder einer eventuellen Erhebung einer Quellensteuer.
8. Liquiditätsrisiko am Sekundärmarkt.

7. Ausblick

In einem mehr und mehr globalisierten Wettbewerb suchen Investoren verstärkt nach einer Höherverzinsung. Hybride Kernkapitalinstrumente bieten Investoren eine hervorragende Alternative zu anderen hochverzinslichen Anlagen wie Unternehmensanleihen oder zweit- bzw. drittklassigen Staatsanleihen. Dadurch ist nicht nur von der Seite der Banken mit einem Angebot von hybridem Kernkapital zu rechnen, sondern auch von einer entsprechenden Nachfrage durch den Markt auszugehen.

Hybride Kernkapitalemissionen können negative Auswirkungen auf den Cash-Flow und das Rating eines Kreditinstituts haben. Zusätzlich zu diesen negativen Faktoren könnte auch eine Situation entstehen, in der eine Bank trotz eines nicht vorhandenen oder eines geschmäleren Gewinns Dividenden in unveränderter Höhe auf die Stammaktien zahlt. Da bei einer Zahlung von Dividenden auf Stammaktien hybride Kernkapitalinstrumente immer voll bedient werden müssen, ist die Dividende und ihre Höhe auch als psychologischer Faktor für die Tier I-

²⁴ Vgl. Salomon Smith Barney (1998), S.13.

Investoren wichtig. Eine Bank, die in der Vergangenheit immer Dividenden gezahlt hat, erscheint somit als ein vertrauenswürdiger Emittent.

Wenn ein Kreditinstitut allerdings nur aufgrund der Einschätzung der jetzigen und zukünftigen Käufer von hybriden Tier I-Produkten eine Dividende zahlt, die über dem Gewinn liegt, so ist dies sehr nachteilig. Der Teil der Dividenden, der nicht aus den Gewinnen stammt, muß den Gewinnrücklagen entnommen werden. Gerade aber die Gewinnrücklagen bilden zusammen mit dem Aktienkapital das „Kernstück“ des Tier I-Kapitals. Eine derartige Dividendenzahlung könnte dazu führen, daß qualitativ besseres Kernkapital ausgezahlt werden müßte, um qualitativ schlechteres Kernkapital zu schaffen.

Wie aus Abbildung 3 zu ersehen ist, handelt es sich bei dem europäischen Markt für verbrieftes Bankkapital um einen Markt, dessen jährliches Emissionsvolumen sich in den Jahren 1995 bis 1999 mehr als verdreifacht hat. Aufgrund der Nachfrage von Investoren nach nachrangigen Bankschuldverschreibungen und Kreditinstituten, die ihre Kapitalstruktur mittels einer effizienten Kombination von Tier I, hybridem Tier I, Upper Tier II, Lower Tier II und Tier III weiterhin optimieren werden, kann auch in Zukunft mit einem steigenden Volumen gerechnet werden.

Ein wichtiger Trend wird sein, daß vermehrt hybride Tier I-Transaktionen an die Stelle von Upper Tier II-Kapital treten werden. Bei gleicher Behandlung durch die Ratingagenturen und nur geringen Mehrkosten von ca. 30 bp p.a. erlangt hybrides Tier I die aufsichtsrechtlich so wichtige Anerkennung als Kernkapital.²⁵

²⁵ Der Unterschied besteht ungefähr in dieser Höhe für eine europäische Bank mit einem AA Rating. Vgl. Robinson (1998), S. 34ff.

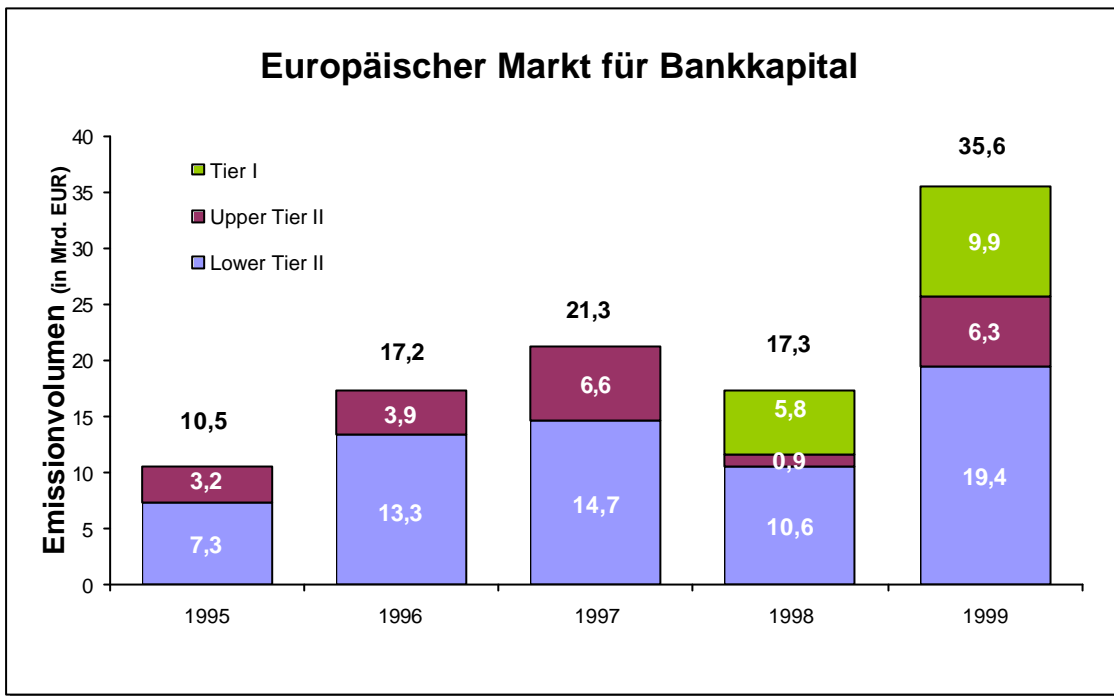


Abbildung 3: Europäischer Markt für Bankkapital Quelle: HypoVereinsbank AG

Der Großteil der Emissionen am europäischen Markt für Bankkapital liegt derzeit aber bei längerfristigen nachrangigen Verbindlichkeiten (Lower Tier II). Aufgrund der Anrechnung von Lower Tier II bis zur Höhe von 50 % des Kernkapitals und den geringeren Refinanzierungskosten werden die Lower Tier II-Instrumente auch zukünftig den prozentual größten Anteil am europäischen Markt für verbrieftes Bankkapital darstellen.

Literatur

Aktiengesetz (AktG) vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089) in der Fassung vom 19.12.1998 (BGBl. I S. 3836)

Basle Committee on Banking Supervision / Bank for International Settlements, Press Release: Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital, Basel, 27.10.1998 [Internetdokument] URL: <http://www.bis.org/press/p981027.htm> [Zugang: 23.08.1999]

Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Geschäftsbericht 1998

Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, Leitlinien für die Zuordnung sog. innovativer Kapitalinstrumente zum bankaufsichtlichen Kernkapital, Pressemitteilung des Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, 27.10.1998

Commerzbank AG, Geschäftsbericht 1998

Deutsche Bank AG, Geschäftsbericht 1998

Dresdner Bank AG, Geschäftsbericht 1998

Gesetz über das Kreditwesen (KWG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 09.09.1998 (BGBl. I S. 2776)

Haag, H. / Oratore V. / Schildkraut J., Innovative Kapitalinstrumente zur Verstärkung des Kernkapitals deutscher Kreditinstitute, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 4/99, S. 10ff

Handelsgesetzbuch (HGB) vom 10. Mai 1897 (RGBl. S. 219) in der Fassung vom 19.12.1998 (BGBl. I S. 3836)

Lehman Brothers, Corporate Bond Research. Financial Services Commentary: Guide to Bank Capital, Structures and Markets, March 1999

Matten, Ch., Managing Bank Capital: Capital Allocation and Performance Measurement, Chichester (UK): John Wiley & Sons Ltd. 1996

Moody's Investors Service, Global Credit Research, Moody's assesses hybrid Securitized, New York, Juni 1996

Moody's Investors Service, Global Credit Research, Rating Methodology, Moody's Tool Kit: A Framework for Assessing Hybrid Securities, New York, Dezember 1999

Olivier, Ch., A high quality, high yielding alternative, in: Euroweek, Euromoney Publications PLC, Juni 1999, S.28-30

Peterson, M., From a trickle to a flood, in: Euromoney, Euromoney Publications PLC, Dezember 1999, S. 27-33

Robinson, D., Banks push for capital freedom, in: Euroweek, Supplement: US Capital Markets, Euromoney Publications PLC, Mai 1998, S. 34ff.

Salomon Smith Barney, Global Corporate Bond Research, Investing in Tier I Bank Capital, 16.12.1998

Standard & Poor's Ratings Services, Financial Institutions Criteria, 1999 [Internetdokument]

URL:<http://www.standardandpoors.com/ratings/criteria/index.htm> [Zugang: 10.12.1999]

Standard & Poor's Ratings Services, Hybrid Instruments – Capital or Debt in Disguise, 2000 [Internetdokument]

URL:<http://www.standardandpoors.com/ratings/financialinstitutions/criteria/hybrid.htm> [Zugang: 28.02.2000]