

Max Jacob / Benjamin Melzer

## Kapitalaufnahme von Banken in volatilen Märkten

Die aktuelle Finanzkrise führt eindrucksvoll die Risiken des Bankgeschäfts vor Augen. Eine hohe Bilanzintensität und ein vergleichsweise hoher Verschuldungsgrad sind charakteristisch für Banken. Dies macht sie gegenüber starken Wertschwankungen und eventuellen Wertberichtigungen ihrer Forderungs- und Wertpapierbestände in besonderem Maße anfällig. Banken halten deshalb in der Regel mehr Eigenkapital als vom Gesetzgeber gefordert. Die Sicherung eines für das jeweilige Geschäftsmodell und dessen Refinanzierungsbedarf notwendig erachteten externen Ratings sowie der Aufbau eines wirtschaftlichen Verlustpuffers sind dabei vorrangige Motivation.

### Kapitalmaßnahmen für Banken

Bekanntlich können Banken ihren Kapitalkoeffizienten über die Reduzierung von Risikopositionen oder die Erhöhung ihrer Kapitalbasis stärken. Wenngleich risikoreduzierende Maßnahmen (zum Beispiel Verkauf/Risikotransfer von Bestandsaktiva) von Banken durchgeführt werden, soll im Folgenden nicht weiter darauf eingegangen werden.

Im Hinblick auf die Wertberichtigung gewisser Aktiva sind insbesondere die Möglichkeiten zur Kernkapitalbeschaffung von großem Interesse. Die folgenden Kapitalmarktmaßnahmen können dem Kernkapital zugerechnet werden, auch wenn sie nicht immer explizit in den gesetzlichen Vorschriften einzelner europäischer Länder aufgeführt sind:

- Kapitalerhöhung,

- nicht-kumulierende Vorzugsaktien (Non Cumulative Preference Shares),
- Hybridkapital (Tier 1),
- Hybrid Wandelanleihe (Tier 1 Convertible),<sup>1)</sup>
- Pflichtwandelanleihe (Mandatory Convertible).<sup>2)</sup>

*Max Jacob, Executive Director, Leiter Bankkapital-Strukturierung Deutschland, und Benjamin Melzer, Executive Director, Leiter Bankkapital-Origination Deutschland, beide Morgan Stanley, Frankfurt am Main*

*Kapitalmaßnahmen dürften im laufenden Jahr in einem ansonsten schwierigeren Umfeld zu den belebenden Geschäftsfeldern des Investmentbanking gehören. Die Autoren haben die diesbezüglichen Aktivitäten schon seit der zweiten Jahreshälfte 2007 verfolgt. Ausgehend von einer Kurzbeschreibung der zur Verfügung stehenden Kernkapitalinstrumente umreißen sie die aktuellen Herausforderungen für Banken, zeigen die Aktivitäten der Kapitalaufnahme seit Einsetzen der Krise auf und skizzieren die dabei auftretenden Entwicklungstendenzen in den Eigenkapitalmärkten für Banken. In einem breiter gewordenen Spektrum der gewählten Kapitalmarktinstrumente sehen sie einen Anpassungsbedarf des Emissionsverhaltens an die anhaltende Marktvolatilität. Mit anderen Worten: Die Kunst besteht derzeit in hohem Maße darin, günstige Marktfenster für Kapitalmaßnahmen zu nutzen. (Red.)*

Aufgrund der vielen Vorteile sind kapitalmarktfähige Banken typischerweise bestrebt, die zulässigen Höchstgrenzen für Hybridkapital stark auszunutzen. Vor allem der deutliche Kostenvorteil gegenüber herkömmlichen Kapitalmaßnahmen war bislang der Grund für das rasante Wachstum des Markts für Hybridkapital.

Auf europäischer Ebene sind Banken momentan unterschiedlich flexibel hinsichtlich der Nutzung der Kernkapitalinstrumente, was zum Großteil auf verschiedene regulatorische Anrechnungsgrenzen zurückzuführen ist. Die aktuellen Vorschläge der CEBS<sup>3)</sup>, die eine Anrechnung von Hybridkapital bis zu 50 Prozent des gesamten Kernkapitals vorsehen, würden zu einer Harmonisierung auf europäischer Ebene führen (Abbildung 1).<sup>4)</sup>

### Kernkapitalbestandteile in den USA

In den USA sind die Bestandteile des Kernkapitals anders definiert als in den meisten europäischen Ländern. Neben den klassischen „harten“ Komponenten des bilanziellen Eigenkapitals dürfen unter Berücksichtigung eventueller regulatorischer Abzüge folgende Kapitalmarktinstrumente dem Kernkapital zugeordnet werden:<sup>5)</sup>

1. Trust Preferred Securities: Diese haben eine Mindestlaufzeit von 30 Jahren und dürfen bis zu einem Volumen von 15 Prozent des gesamten Kernkapitals berücksichtigt werden.
2. Pflichtwandelanleihen (Mandatory Convertibles): Diese können sowohl die Form

**Abbildung 1: Regulatorische Limite in ausgewählten europäischen Ländern**

Land	Innovative Hybrid-Instrumente in Prozent	Hybridkapital exklusive Non Cumulative Preference Shares in Prozent	Perpetual Non Cumulative Preference Shares gemäß nationaler Definition	Maximum Hybridkapital in Prozent
Österreich	15	30	33 Prozent	30
Belgien	15	33	33 Prozent	33
Deutschland	15	50	Existiert nicht	50
Dänemark	15	15	Kein Limit	15
Spanien	15	30	50 Prozent	30
Finnland	15	15	Kein Limit	50
Frankreich	15	25	25 Prozent	50
Irland	15	49	Kein Limit	49
Italien	15	20	50 Prozent	20
Niederlande	15	50	Kein Limit	50
Norwegen	15	15	Kein Limit	15
Portugal	20	20	50 Prozent	20
Schweden	15	15	Kein Limit	15
Großbritannien	15	15	Kein Limit	50

Quelle: CEBS – Quantitative analysis of eligible own funds in the EEA, 15. Juni 2007

von kurzfristigen (bis zu drei Jahren) als auch längerfristigen Instrumenten annehmen, die allerdings bei Fälligkeit in eine Form von Aktien der Bank gewandelt wer-

den müssen. Dabei sind Strukturen erlaubt, die entweder eine Pflichtwandlung in Stammaktien oder in stimmrechtslose Vorzugsaktien vorsehen. Mandatory Con-

vertibles dürfen bis zu 25 Prozent des gesamten Kernkapitals (beziehungsweise weiteren zehn Prozent nach voller Ausnutzung des Trust Preferred Limits) berücksichtigt werden.

3. Nicht-Kumulierende Vorzugsaktien (Perpetual Non Cumulative Preferred Stock): US-amerikanische Vorzugsaktien sind Aktien, die gewisse Elemente von festverzinslichen Wertpapieren beinhalten. Investoren haben einen Anspruch auf eine feste Dividende, wenn diese zahlbar ist, und haben einen vorrangigen festen Anspruch gegenüber Stammaktionären im Liquidationsfall. Emittenten verfügen üblicherweise über ein Kündigungsrecht, was allerdings aus regulatorischen Gründen frühestens nach fünf Jahren gewährt werden darf. Damit sind die Instrumente den europäischen Hybridkapitalinstrumenten sehr ähnlich. Perpetual Non Cumulative Preferred Stock darf bis zu 50 Prozent des Kernkapitals unter Berücksichtigung der unter 1. und 2. beschriebenen Instrumente betragen.

**Abbildung 2: Bankenverluste aufgrund von Subprime-Risiken (in Milliarden US-Dollar)**

Bank	Abschreibungen	Kreditausfälle	Gesamt
Merrill Lynch	24,5		24,5
Citigroup	19,9	2,5	22,4
UBS	18,1		18,1
HSBC	3,0	9,4	12,4
Morgan Stanley	9,4		9,4
IKB	8,9		8,9
Bank of America	7,0	0,9	7,9
Crédit Agricole	6,5		6,5
Washington Mutual	0,3	5,5	5,8
Credit Suisse	4,9		4,9
Wachovia	2,7	2	4,7
Canadian Imperial (CIBC)	4,2		4,2
Société Générale	3,8		3,8
JPMorgan Chase	1,6	2,1	3,7
Mizuho Financial Group	3,4		3,4
Barclays	3,3		3,3
Royal Bank of Scotland	3,2		3,2
Bayerische Landesbank	3,0		3,0
Sachsen-LB	2,8		2,8
Dresdner Bank	2,7		2,7
Bear Stearns	2,6		2,6
Deutsche Bank	2,4		2,4
ABN Amro	2,4		2,4
Fortis	2,3		2,3
Natixis	1,9		1,9
HSH Nordbank	1,7		1,7
Wells Fargo	0,3	1,4	1,7
Lehman Brothers	1,5		1,5
DZ Bank	1,5		1,5
National City	0,4	1,0	1,4
BNP Paribas	1,0	0,3	1,3
Caisse d'Épargne	1,2		1,2
Nomura Holdings	1,0		1,0
Gulf International	1,0		1,0
Andere	14,3	0,8	15,1
Gesamt	168,8	25,8	194,6

Quelle: Bloomberg, 14. März 2008

An dieser Stelle soll darauf hingewiesen werden, dass neben der regulatorischen Anerkennung für einige Banken die Behandlung von individuellen Hybridkapitalinstrumenten als auch die Anrechnungsgrenzen dieser Instrumente durch die Ratingagenturen eine wichtige Bedeutung haben. Hybridkapitalinstrumente werden dementsprechend so strukturiert, dass sie unter regulatorischen und Ratinggesichtspunkten eine optimale Anrechnung erfahren, gleichzeitig aber kosteneffizient bei Investoren platziert werden können.

### Aktuelle Herausforderungen für Banken

Banken sehen sich im Hinblick auf ihre Eigenkapitalausstattung gegenwärtig mit mehreren Herausforderungen konfrontiert:

1. Neben den tatsächlichen Abschreibungen sind es vor allem Bewertungsverluste von an sich gesunden Aktiva, die an der Eigenkapitalbasis zehren (Abbildung 2). Viele Banken befürchten, dass dieser Effekt durch die Einführung von IFRS aufgrund der höheren Bewertungsvolatilität im Vergleich zu nationalen Standards zunehmen könnte. Eine hohe Schwankungsbreite der Aktiva ist insbesondere für diejenigen Banken relevant, die unter den gesetzlichen Vorschriften negative Neubewertungsreserven vom Kernkapital abziehen müssen. Positive Neubewertungsreserven dürfen sie

aber nur als Ergänzungskapital anrechnen, und dieses sogar nur teilweise.

2. Der Rückgang des Verbriefungsmarktes ist eine weitere Herausforderung. Die Verbriefung von Portfolios mit anschließendem Verkauf stellt für viele Banken ein Mittel zur aktiven Steuerung ihres Ausfallrisikos und damit auch der erforderlichen Eigenkapitalausstattung dar. Die Nachfrage nach tranchedierten Kreditrisiken ist im Zuge der Krise jedoch stark rückgängig. So ist der europäische Verbriefungsmarkt im 4. Quartal 2007 gegenüber den Vorquartalen um mehr als 80 Prozent eingebrochen. Oftmals wurden dabei Transaktionen nicht mit der Motivation, einen tatsächlichen Risiko-Transfer zu bewirken, sondern mit der Zielsetzung durchgeführt, Bestandsaktiva in zentralbankfähige Wertpapiere umzuwandeln.

3. Daneben gibt es weitere Gründe wie zum Beispiel die regulatorische Hinzurechnung von Asset Backed Conduits oder die aufgrund der Marktsituation fehlende Möglichkeit zur Ablösung von Unternehmenskrediten durch Anleiheemissionen, die zur aktuellen knappen Eigenkapitalausstattung im Bankensektor beitragen.

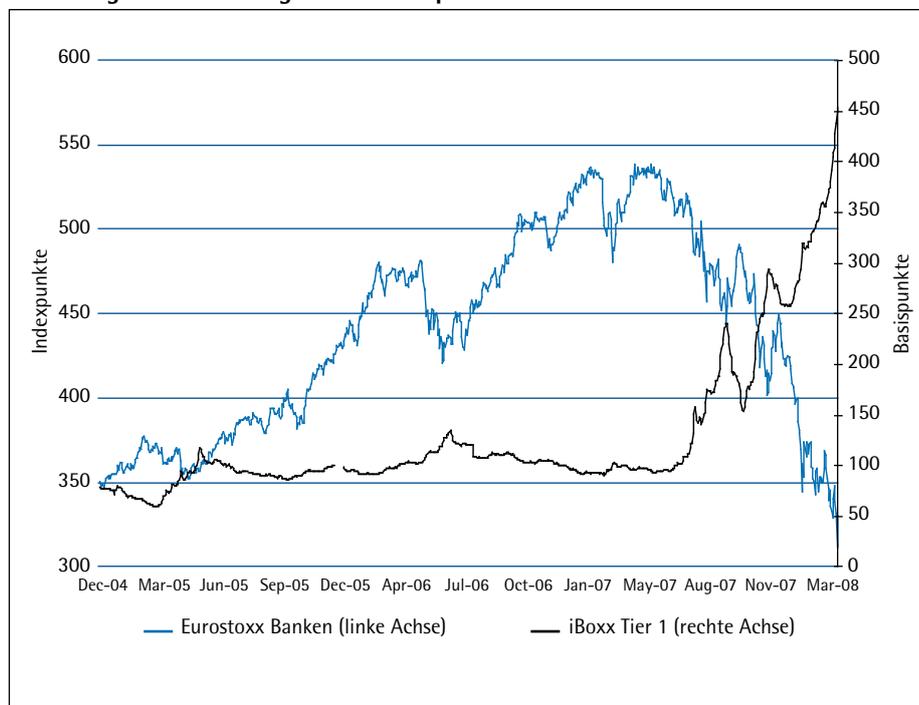
### Entwicklungen auf den Märkten für Kernkapital

Neben den Eigenkapitaleffekten, die sich durch die Finanzkrise ergeben, stellt die Umsetzung von Basel II eine weitere Anforderung an das Kapitalmanagement einer Bank. Die damit voranschreitende Angleichung des regulatorischen an das wirtschaftliche Eigenkapital hat zur Folge, dass die Risikoposition einer Bank stärker als bisher volkswirtschaftliche Entwicklungen reflektieren wird (Pro-Zyklizität).

Die wichtigsten Märkte für Kernkapital haben sich über die letzten Monate durch erhöhte Volatilität und weniger attraktive Finanzierungskosten ausgezeichnet. Während europäische Bankaktien über die letzten neun Monate durchschnittlich um zirka 40 Prozent gefallen sind, haben sich Risikoprämien für Hybridkapital von Banken über denselben Zeitraum um zirka 300 Basispunkte erhöht (Abbildung 3). Gleichzeitig ist das Neuemissionsvolumen für Hybridkapital in Europa signifikant zurückgegangen.

Der Rückgang ist zum einen nachfrage-seitig auf die aktuelle Kaufzurückhaltung

**Abbildung 3: Entwicklung Tier 1 Risikoprämien und Eurostoxx Banken**



Quelle: Iboxx, Bloomberg

institutioneller Investoren, zum anderen aber angebotsseitig teilweise auf die prozentuale Beschränkung des hybriden Kernkapitals am gesamten Kernkapital einer Bank zurückzuführen. Daher muss jede Bank folgende Aspekte bei der Aufnahme weiteren Kernkapitals berücksichtigen: Vorhandene regulatorische Limite, Rating-Kapazitäten und Investorennachfrage für die einzelnen Kernkapitalinstrumente sowie deren relative Kostenvorteilhaftigkeit.

Banken haben bisher unterschiedlich auf die veränderten Marktbedingungen reagiert. Insbesondere Banken und Investmenthäuser in den USA haben recht schnell verstärkt Kapital sowohl auf den Kapitalmärkten als auch bei einigen Großinvestoren aufgenommen. Begünstigt wurden die Kapitalmarktmaßnahmen durch ein hohes Kaufinteresse amerikanischer Investoren. Insbesondere Retail-Investoren traten als große Käuferschicht bei Hybridemissionen auf.

### Verbreitertes Spektrum bei US-amerikanischen Banken

Die Aktivitäten der US-amerikanischen Banken verdeutlichen dabei, dass das Spektrum der angewendeten Kernkapitalinstrumente in den letzten Monaten breiter

geworden ist (Abbildung 4). Die Entscheidungen einzelner Institute für die gewählte Kapitalmaßnahme sind vor dem Hintergrund der noch jeweils vorhandenen regulatorischen Hybridkapital-Kapazität als auch der Behandlung durch Ratingagenturen zu verstehen.

Im Gegensatz zu US-amerikanischen Instituten haben sich europäische Banken in der zweiten Jahreshälfte 2007 eher zurückhaltend hinsichtlich der Kapitalaufnahme verhalten. In dieser Zeit ließen sich zwar noch einige große Kapitalmaßnahmen beobachten, doch waren diese entweder zeitlich zum großen Teil auf wenige Wochen im September und Oktober sowie im Dezember beziehungsweise auf bestimmte Märkte wie dem US-Retailmarkt begrenzt.

Es ist dabei anzumerken, dass ein Großteil der Aktivitäten durch Finanzierungsbedürfnisse für Akquisitionen, insbesondere für ABN Amro, geprägt war. So hat zum Beispiel die Royal Bank of Scotland Kapital in einem Gesamtvolumen von mehr als 6,1 Milliarden Euro in verschiedenen Hybrid-Märkten aufgenommen. Die kurzfristigen Marktfenster waren dabei Emittenten mit starkem Rating vorbehalten.

**Abbildung 4: Ausgewählte Kapitaltransaktionen US-amerikanischer Banken**

Datum	Institut	Volumen in US-Dollar	Kapitalform	Öffentlich / Privat
10.3.2008	US Bancorp	500 Mill.	Preferred Stock	Öffentlich
5.3.2008	Wells Fargo	1,575 Mrd.	Hybridkapital	Öffentlich
26.2.2008	Sun-Trust	685 Mill.	Hybridkapital	Öffentlich
20.2.2008	Key-Corp	740 Mill.	Hybridkapital	Öffentlich
11.2.2008	PNC Financial Services	375 Mill.	Preferred Stock	Öffentlich
6.2.2008	PNC Financial Services	450 Mill.	Hybridkapital	Öffentlich
5.2.2008	Wachovia	3,5 Mrd.	Preferred Stock	Öffentlich
5.2.2008	Lehman Brothers	1,9 Mrd.	Preferred Stock	Öffentlich
24.1.2008	National City Corp	150 Mill.	Preferred Stock	Öffentlich
24.1.2008	M&T Bank	350 Mill.	Hybridkapital	Öffentlich
24.1.2008	Bank of America	6,0 Mrd.	Preferred Stock	Öffentlich
24.1.2008	Bank of America	6,9 Mrd.	Convertible Preferred	Öffentlich
17.1.2008	Citigroup	3,7 Mrd.	Preferred Stock	Öffentlich
17.1.2008	Citigroup	12,5 Mrd.	Convertible Preferred	Privat
17.1.2008	Citigroup	2,9 Mrd.	Convertible Preferred	Öffentlich
15.1.2008	Merrill Lynch	6,6 Mrd.	Mandatory Convertible	Privat
24.12.2007	Merrill Lynch	6,2 Mrd.	Kapitalerhöhung	Privat
19.12.2007	Morgan Stanley	5,0 Mrd.	Mandatory Convertible	Privat
11.12.2007	Washington Mutual	3,0 Mrd.	Convertible Preferred	Öffentlich
26.11.2007	Citigroup	7,5 Mrd.	Mandatory Convertible	Privat
22.8.2007	Countrywide	2,0 Mrd.	Convertible Preferred	Privat

Quelle: Dealogic Bondware, Bloomberg

**Abbildung 5: Ausgewählte Equity-linked Emissionen europäischer Banken**

Datum	Institut	Volumen	Kapitalform	Beweggrund
10.12.2007 <sup>6)</sup>	UBS	13 Mrd. CHF	Mandatory Convertible	Rekapitalisierung
30.11.2007	Fortis	3 Mrd. Euro	Hybrid Convertible	Akquisitionsfinanzierung
3.10.2007	Santander	7 Mrd. Euro	Mandatory Convertible	Akquisitionsfinanzierung
23.7.2007	Hypo Real Estate	450 Mill. Euro	Mandatory Convertible	Akquisitionsfinanzierung
11.7.2007	Fortis	2 Mrd. Euro	Mandatory Convertible	Akquisitionsfinanzierung

Quelle: Dealogic Bondware, Bloomberg

**Abbildung 6: Ausgewählte Kernkapitaltransaktionen europäischer Banken in 2008**

Datum	Institut	Volumen	Kapitalform
12.3.2008	HBOS	750 Mill. britische Pfund	Hybridkapital
21.2.2008	Fortis	750 Mill. US-Dollar	Hybridkapital
19.2.2008 <sup>6)</sup>	BCP	1,3 Mrd. Euro	Kapitalerhöhung
24.1.2008 <sup>6)</sup>	Société Générale	5,5 Mrd. Euro	Kapitalerhöhung
18.1.2008	Crédit Agricole	400 Mill. britische Pfund	Hybridkapital

Quelle: Dealogic Bondware, Bloomberg

Allerdings hat sich schon 2007 gezeigt, dass ähnlich wie in den USA das Spektrum der gewählten Kapitalinstrumente breiter geworden ist. Neben „klassischen“ Alternativen wie Kapitalerhöhungen und der Emission von Hybridkapital wurden zunehmend Strukturen auf Basis von Wandelanleihen verwendet. Dabei spielten neben der regulatorischen Behandlung in den jeweiligen Ländern auch Überlegungen zu den Ratingagenturen und der Investorenbasis eine Rolle (Abbildung 5).

Die Aktivitäten auf den Kapitalmärkten in 2008 sind bisher begrenzt gewesen. Dieses ist sowohl auf die volatilen Marktbedin-

gungen, insbesondere in den institutionellen Fixed-Income-Märkten, als auch die noch nicht veröffentlichten testierten Jahresergebnisse einiger Banken für 2007 zurückzuführen. Allerdings lässt sich bereits jetzt wiederum der Trend erkennen, dass auf ein breites Spektrum an Kapitalmaßnahmen zurückgegriffen wird (Abbildung 6).

An dieser Stelle soll darauf hingewiesen werden, dass weitere Kreditinstitute ihre Kapitalbasis bereits erhöht beziehungsweise entsprechende Schritte eingeleitet haben. Diese Maßnahmen wurden aber nicht auf Basis einer öffent-

lichen Transaktion durchgeführt respektive es wurden dazu keine neuen Investoren auf Basis einer Privatplatzierung angesprochen.

### Suche nach dem günstigen Marktfenster

Die oben genannten Beispiele zeigen, dass im momentanen Marktumfeld die jeweils beste Lösung von der bankenspezifischen Situation abhängt. Dabei spielen die individuellen Ziele hinsichtlich regulatorischen Kapitalbedarfs, Ratings und Investorenakzeptanz eine wichtige Rolle. Es kann unter Umständen bei einzelnen Kreditinstituten Einschränkungen hinsichtlich der Verfügbarkeit bestimmter Instrumente aufgrund regulatorischer Limite und Beschränkungen seitens Ratingagenturen geben.

Mit Blick auf ihr Emissionsverhalten werden sich Banken der anhaltenden Marktvolatilität weiter anpassen müssen und noch stärker dazu übergehen, eher opportunistisch günstige Marktfenster zur Kapitalaufnahme zu nutzen.

### Fußnoten

<sup>1)</sup> Bei einem Tier 1 Convertible handelt es sich um ein Hybridkapitalinstrument, das üblicherweise den Investoren das Recht gibt, das Instrument in Aktien der Bank zu wandeln. Regulatorisch werden diese Instrumente vor Wandlung wie Hybridkapital behandelt.

<sup>2)</sup> Ein Mandatory Convertible ist eine Anleihe, die üblicherweise nach drei Jahren in eine feste Anzahl von Aktien wandelt. Es ist möglich, dass eine Bank von einer positiven Aktienkursentwicklung profitiert, indem die Anzahl der zu liefernden Aktien bei Wandlung entsprechend angepasst wird. Da es keine klaren regulatorischen Vorschriften zu diesen Instrumenten in einigen europäischen Ländern gibt, erfolgt häufig eine Einzelprüfung der Struktur durch die Aufsichtsbehörden. An dieser Stelle soll darauf hingewiesen werden, dass Mandatory Convertibles nicht nur auf Basis von Anleihen, sondern auch auf Basis anderer Instrumente (Preferred Stock, stille Einlagen) strukturiert werden können.

<sup>3)</sup> Committee of European Banking Supervisors.

<sup>4)</sup> Die CEBS Vorschläge vom Dezember 2007 (Draft proposal for a common EU definition of Tier 1 hybrids) sehen vor, dass eine Bank mindestens 2,8 Prozent ihrer Risikoaktiva durch „hartes“ Eigenkapital decken muss. Bei einer theoretisch minimalen Kernkapitalquote von 4,0 Prozent würde dies einen Hybridkapitalanteil von 30 Prozent implizieren. Ab einer Kernkapitalquote von 5,6 Prozent könnte Hybridkapital bis zu 50 Prozent des Kernkapitals angerechnet werden. In den endgültigen Empfehlungen von CEBS könnten aber noch Änderungen hinsichtlich der Limite vorgenommen werden.

<sup>5)</sup> Die hier aufgeführten Emissionsgrenzen gelten für sogenannte „international active“ Banken. Diese und die Anforderungen an die Instrumente werden in 12 CFR Parts 208 and 225 des Federal Reserve Systems beschrieben.

<sup>6)</sup> Bekanntgabe der Transaktion.