

Kaczmarczyk, Jakub; Piaskowski, Wojtek

Working Paper

Hybridkapital. Eine Marktübersicht

ZEW Discussion Papers, No. 08-003

Provided in Cooperation with:

ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

Suggested Citation: Kaczmarczyk, Jakub; Piaskowski, Wojtek (2008) : Hybridkapital. Eine Marktübersicht, ZEW Discussion Papers, No. 08-003, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/24673>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Discussion Paper No. 08-003

Hybridkapital. Eine Marktübersicht

Wojtek Piaskowski und Jakub Kaczmarczyk

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

Centre for European
Economic Research

Discussion Paper No. 08-003

Hybridkapital. Eine Marktübersicht

Wojtek Piaskowski und Jakub Kaczmarczyk

Download this ZEW Discussion Paper from our ftp server:

<ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp08003.pdf>

Die Discussion Papers dienen einer möglichst schnellen Verbreitung von neueren Forschungsarbeiten des ZEW. Die Beiträge liegen in alleiniger Verantwortung der Autoren und stellen nicht notwendigerweise die Meinung des ZEW dar.

Discussion Papers are intended to make results of ZEW research promptly available to other economists in order to encourage discussion and suggestions for revisions. The authors are solely responsible for the contents which do not necessarily represent the opinion of the ZEW.

Nichttechnische Zusammenfassung

Hybridkapital ist eine innovative Form der Unternehmensfinanzierung. Hybride Finanzinstrumente weisen Eigenschaften von sowohl Fremd- als auch Eigenkapital auf und stellen deswegen ein sehr flexibles Finanzprodukt dar. Aus diesem Grund haben sich in den letzten Jahren hybride Kapitalinstrumente auf den Finanzmärkten in Europa etabliert und gewinnen zunehmend an Bedeutung. In dieser Arbeit werden die Gründe und der Verlauf dieser Entwicklung untersucht. Da es sich um eine sehr komplexe Thematik handelt, betrachtet diese Analyse zunächst den theoretischen Gestaltungsraum und anschließend die Unternehmensperspektive. Eine klare Trennung ist dabei nicht immer möglich, weil sich die beiden Gebiete stark überschneiden. Darüber hinaus werden die institutionelle Umgebung (Finanzaufsicht und Ratingagenturen) und deren Einfluss auf den Markt für hybride Finanzinstrumente analysiert. Im Mittelpunkt des Interesses stehen die Chancen und Risiken der neuen Instrumente, denen sich sowohl die Emittenten als auch die Investoren gegenübergestellt sehen.

Diese Arbeit hat sich zum Ziel gesetzt, einen umfassenden Überblick über die am Markt erscheinenden Formen von Hybridkapitalprodukten zu verschaffen. Des Weiteren werden die Gründe analysiert, welche die Emittenten und Investoren zur Teilnahme an diesem Markt bewegen. Besonderes Interesse wird der Betrachtung vom Hybridkapital aus Sicht der Ratingagenturen und Aufsicht gewidmet, da sie einen großen Einfluss auf die Marktentwicklung haben. Auf die Analyse der steuerlichen und bilanziellen Aspekte wird aus Grund der Übersichtbarkeit verzichtet. Eine interessante Ausarbeitung zu dieser Fragestellung kann jedoch bei Schröder/Shekemova (2008) gefunden werden.

Hybridkapital. Eine Marktübersicht

Wojtek Piaskowski*
Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW)

Jakub Kaczmarczyk
Warsaw School of Economics

Januar 2008

Zusammenfassung

Hybridkapital ist eine innovative Form der Unternehmensfinanzierung. Hybride Finanzinstrumente weisen Eigenschaften von sowohl Fremd- als auch Eigenkapital auf und stellen deswegen ein sehr flexibles Finanzprodukt dar. Aus diesem Grund haben sich in den letzten Jahren hybride Kapitalinstrumente auf den Finanzmärkten in Europa etabliert und gewinnen zunehmend an Bedeutung.

Diese Arbeit hat sich zum Ziel gesetzt einen umfassenden Überblick über die am Markt erscheinenden Formen von Hybridkapitalprodukten zu verschaffen. Des Weiteren werden die Gründe analysiert, welche die Emittenten und Investoren zur Teilnahme an diesem Markt bewegen. Besonderes Interesse wird der Betrachtung vom Hybridkapital aus Sicht der Ratingagenturen und Aufsicht gewidmet, da sie einen großen Einfluss auf Marktentwicklung haben. Auf die Analyse der steuerlichen und bilanziellen Aspekte wird aus Grund der Übersichtbarkeit verzichtet.

Danksagung

Die Autoren danken dem Förderkreis Wissenschaft und Praxis am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung e.V. für die finanzielle Unterstützung dieser Arbeit.

* Korrespondenzadresse: Wojtek Piaskowski, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Postfach 103443, D-68034 Mannheim, Email: Piaskowski@zew.de.

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	4
1. Hybride Instrumente	5
1.1. Definition vom Hybridkapital	5
1.2. Gestaltungsspielraum	6
1.2.1. Laufzeit	6
1.2.2. Rückkauf	6
1.2.3. Replacement Language	8
1.2.4. Nachrangigkeit	8
1.2.5. Verzinsung	8
1.2.6. Stundung der Zinsen	9
1.2.7. Debt Covenants	10
1.3. Eigenschaften typischer Hybridinstrumente	11
1.4. Ziele	13
1.5. Geschichte der Marktentwicklung	16
1.6. Standardisierung und Vereinheitlichung	19
1.7. Markt im Jahr 2007 und Zukunftsperspektiven	20
2. Emittenten	22
2.1. Banken und Versicherer	22
2.2. Große Unternehmen	23
2.3. Kleinere Unternehmen	25
3. Investoren	26
3.1. Chancen und Risiken	26
3.2. Produktpalette	29
3.3. Handelsplätze	30
4. Ratingagenturen und internes Rating der Banken	32
4.1. Standard & Poor's	32
4.1.1. Einfluss auf Emittentenrating	32
4.1.2. Rating des hybriden Instrumentes	34
4.2. Fitch	36
4.2.1. Einfluss auf Emittentenrating	36
4.2.2. Rating des hybriden Instrumentes	37
4.3. Moody's	37
4.3.1. Einfluss auf Emittentenrating	37
4.3.2. Rating des hybriden Instrumentes	39
4.4. Initiative Finanzstandort Deutschland	40
4.5. Endogenitätsproblem bei hybriden Wertpapieren	41
4.6. Ratingagenturen - Zusammenfassung	42
5. Aufsicht	43
5.1. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich	43
5.2. Committee of European Banking Supervisors	44
6. Ausblick	46
Anhang – Tabellen	47
Literaturverzeichnis	52

Einleitung

Hybridkapital ist eine innovative Form der Unternehmensfinanzierung. Hybride Finanzinstrumente weisen Eigenschaften von sowohl Fremd- als auch Eigenkapital auf und stellen deswegen ein sehr flexibles Finanzprodukt dar. Aus diesem Grund haben sich in den letzten Jahren hybride Kapitalinstrumente auf den Finanzmärkten in Europa etabliert und gewinnen zunehmend an Bedeutung. Sie werden immer häufiger von Unternehmen zur Finanzierung genutzt und Investoren mischen sie vermehrt ihren Portfolien bei. Trotz ihrer wachsenden Bedeutung ist der aktuelle Wissensstand zu hybriden Produkten eher gering. Sie bleiben weiterhin unübersichtlich und äußerst kompliziert. Ziel dieser Arbeit ist es, den Wissensstand zu verbessern. Da es sich um eine außergewöhnlich komplexe Thematik handelt, wird sie aus unterschiedlichen Perspektiven analysiert. Um die Ausführungen klarer und verständlich zu gestalten, wird auf die gleichzeitige Analyse mehrerer Zusammenhänge verzichtet. Stattdessen wird jedes Problem separat präsentiert. Dabei ist nicht außer Acht zu lassen, dass verschiedene Aspekte einander beeinflussen. Beispielsweise zieht die Verbesserung der Vertragskonditionen für Emittenten fast unvermeidlich einen Verlust an Attraktivität aus Sicht der Investoren nach sich. Die Analyse konzentriert sich ausschließlich auf Europa, wobei den deutschen Verhältnissen gelegentlich besondere Aufmerksamkeit gewidmet wird.

Diese Arbeit hat sich zum Ziel gesetzt einen umfassenden Überblick über die am Markt erscheinenden Formen von Hybridkapitalprodukten zu erschaffen. Des Weiteren werden die Gründe analysiert, die die Emittenten und Investoren zur Teilnahme an diesem Markt bewegen. Besonderes Interesse wird der Betrachtung vom Hybridkapital aus Sicht der Ratingagenturen und Aufsicht gewidmet, da sie einen großen Einfluss auf Marktentwicklung haben. Auf die Analyse der steuerlichen und bilanziellen Aspekte wird aus Grund der Überschaubarkeit verzichtet. Eine interessante Ausarbeitung zu dieser Fragestellung kann jedoch bei Schröder/Shekemova (2008) gefunden werden.

Im ersten Kapitel wird das hybride Kapital definiert. Danach folgt eine theoretische Analyse, wie hybride Instrumente ausgestaltet sind und welche Ziele mit ihrem Einsatz erreicht werden können. Darüber hinaus setzt sich diese Kapitel mit der Tendenz zur Standardisierung, den Entwicklungsperspektiven und marktbeeinflussenden Faktoren auseinander. In Kapitel 2 werden hybride Produkte aus Sicht der Emittenten, d.h. Banken und Versicherer, sowie großer

und mittelständischer Unternehmen untersucht. Kapitel 3 betrachtet das Thema aus Sicht der Investoren. In zwei weiteren Kapiteln wird die Stellung der Ratingagenturen (Kapitel 4) und der Aufsichtsbehörden (Kapitel 5) zu den neuen Kapitalinstrumenten aufgezeigt. Das letzte Kapitel stellt die Herausforderungen für den Markt dar.

1. Hybride Instrumente

1.1. Definition vom Hybridkapital

Der Begriff Hybridkapital (auch Mezzanine-Kapital genannt) wurde bisher in der Fachliteratur nicht eindeutig definiert. Allgemein kann gesagt werden, dass das hybride Kapital Eigenschaften vom Eigen- und Fremdkapital aufweist und deswegen eine Mischform der beiden Kapitalformen darstellt. Die häufigsten Hauptmerkmale der hybriden Wertpapiere sind Nachrangigkeit und Gewinnbeteiligung, die diese Finanzierungsform dem Eigenkapital ähnlich macht. Darüber hinaus sind diese Instrumente rückzahlbar und haben somit Fremdkapitalcharakter. Je nach Ausgestaltung kann das Mezzanine-Kapital einen stärkeren Eigenkapital- (bei Nachrangigkeit und Gewinnbeteiligung) oder Fremdkapitalcharakter (bei Rückzahlbarkeit und Gläubigerstellung) aufweisen. Entsprechend handelt es sich um hybrides Kapital im engeren Sinne (bei Nachrangigkeit und erfolgsabhängiger Vergütung) oder im weiteren Sinne (bei hauptsächlichlicher Nachrangigkeit – Bösl/Sommer 2006, KfW 2005).

Da Laufzeit, Verzinsung und Nachrangigkeit für jedes hybride Finanzprodukt individuell vertraglich ausgestaltet werden, können hybride Instrumente den Bedürfnissen und den Erwartungen des Emittenten und der Investoren angepasst werden. Wegen der flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten ziehen hybride Anlagemöglichkeiten zusätzliches Interesse auf sich. Analysten sind sich darüber einig, dass bei hybriden Instrumenten das Potenzial noch nicht ausgeschöpft wurde (Donohue 2007).

Die wichtigsten Merkmale des Fremd- oder Eigenkapitals sind in Tabelle 1 aufgelistet. Aufgrund ihres Mischcharakters lassen sich hybride Instrumente keiner Kategorie eindeutig zuordnen. Meist findet eine Annäherung zu einer der beiden Kategorien auf Kosten der Entfernung von der anderen statt. Durch die große Zahl der Gestaltungsmerkmale lassen sich fast alle Eigenschaften sehr flexibel modifizieren.

Tabelle 1. Die wichtigsten Merkmale von Eigen- und Fremdkapital

Eigenschaft	Eigenkapital	Fremdkapital
Ertragsanteil	volle Teilhabe an Gewinn und Verlust	fester Zinsanspruch
Vermögensanspruch	Quotal, Sofern Liquidationserlös > Schulden	nominal und bevorrechtigt
Haftung	mind. in Höhe der Einlage	keine Haftung aber Kreditrisiko
Unternehmensleistung	berechtigt	faktisch ausgeschlossen
Zeitliche Verfügbarkeit	unbefristet	befristet
Steuerliche Belastung	Gewinn wird versteuert	Zinsen bei Kreditnehmer als Aufwand absetzbar

Quelle: Bösl/Sommer (2006), S. 5.

1.2. Gestaltungsspielraum

Es ist die Vielzahl von Gestaltungsmerkmalen, die hybride Instrumente so attraktiv macht. Mit ihrem Einsatz können gleichzeitig mehrere vorteilhafte Eigenschaften erreicht werden. Im Folgenden werden diese Gestaltungsmöglichkeiten kurz aufgelistet und beschrieben. Auf die Gestaltung der in der Praxis am häufigsten angebotenen Produkte wird in Kapitel 1.3 genauer eingegangen.

1.2.1. Laufzeit

Derzeit differieren die Laufzeiten der am Markt gehandelten hybriden Finanztitel stark. Es existieren kurzfristige Finanzprodukte mit Laufzeiten von 5 bis 8 Jahren, und mittelfristige Wertpapiere mit Laufzeiten von 25 bis 30 Jahren. Die Fälligkeit von langfristigen hybriden Finanztiteln ist dagegen schwer einzugrenzen. Die Laufzeit bei den langfristigen Titeln kann vertraglich für 60 bis 100 Jahre festgeschrieben werden (wobei auch Instrumente vorkommen, die erst nach 1000 Jahren fällig werden) oder aber unbefristet sein. Zurzeit gibt es keinen allgemeingültigen Standard.

1.2.2. Rückkauf

In der Regel behalten sich die Emittenten ein Kündigungsrecht vor. Die Voraussetzungen und die Bedingungen, die zur Kündigung berechtigen, werden einzelvertraglich vereinbart. Im einfachsten Fall ist der Emittent nach Ablauf einer bestimmten Zeit befugt, das Instrument zu beliebigem Zeitpunkt und ohne Angabe von Gründen zu kündigen. Alternativ erhält der Emit-

tent nach Ablauf einer Frist eine Kündigungsoption zu bestimmten Zeitpunkten (z.B. jährlich, halbjährlich etc.). Die oben dargestellte Vereinbarung wird in der Regel als Call-Option bezeichnet. Darüber hinaus behalten sich die Emittenten häufig das Recht vor, das Instrument bei bestimmten Ereignissen zu kündigen. So wird sichergestellt, dass der Emittent, falls die Bedingungen sich durch den Eintritt externer Ereignisse verschlechtern, nicht weiter verpflichtet ist, ein für ihn ungünstiges Geschäft fortzuführen. Zu solchen Ereignissen gehören in erster Linie Änderungen von Steuer- und Rechnungslegungsvorschriften. Als Folge können die hybriden Instrumente nicht mehr als Eigenkapital bilanziert werden oder entstehende Kapitalkosten nicht mehr steuerlich abzugsfähig sein. Daneben können auch Kapitalereignisse, wenn das hybride Instrument im Rahmen eines externen Ratings einem niedrigeren Eigenkapitalgehalt zugeschrieben wird, und Kontrollwechsel Auslöser einer Kündigung durch den Emittenten sein. Auch eine Gesetzesänderung, die dazu führt, dass der Emittent eventuelle Einnahmeausfälle der Investoren durch Zusatzzahlungen ausgleichen muss (*Gross-up* Ereignis), stellt einen Kündigungsanlass dar (Hutter/Plepeltis 2007). Wie gravierend sich die Verhältnisse ändern müssen, um eine Kündigung durch den Emittenten zu rechtfertigen, ist durch die vertragliche Ausgestaltung bestimmt. Darüber hinaus darf der Emittent kündigen, falls der ausstehende Betrag eine bestimmte Grenze unterschreitet.

Grundsätzlich wird der Rückkaufpreis eines hybriden Instruments auf drei Arten bestimmt (Hutter/Plepeltis 2007): Bei Fälligkeit ist der Emittent zumeist den Nennwert schuldig. Bei vorzeitiger Kündigung hingegen fällt üblicherweise der abgezinste Marktpreis, mitunter zusätzlich eines Aufschlags, an. Der abgezinste Marktpreis (*Make Whole Amount*) ermittelt sich durch diskontieren der zukünftigen erwarteten Zahlungsströme auf Basis einer Referenzanleihe. Eine Gewinn- und/oder Verlustbeteiligung des Investors hat Auswirkungen auf Rückkaufpreis und Nennwert. Falls der Investor am Verlust beteiligt ist, kann der Nennwert permanent oder nur temporär um einen entsprechenden Betrag gekürzt werden. Bei temporärer Beteiligung wird Nennwert wieder erhöht, wenn das Unternehmen genug große Gewinne erzielt. Zudem können hybride Produkte mit einem „Equity-Kicker“ verbunden werden, der den Preis um eine aktienwertabhängige (und damit indirekt gewinnabhängige) Komponente erhöht. Dies wird besonders häufig bei Leveraged Buy-Outs (LBOs) eingesetzt, um das erhöhte Risiko zu kompensieren (KfW 2005).

Den Anlegern wird für gewöhnlich kein Kündigungsrecht eingeräumt. Nur in Ausnahmefällen ist für sie ein Rücktritt vom Vertrag möglich. Zu diesen zählen vor allem Liquidation, Eröff-

nung eines Insolvenzverfahrens oder Verletzung von *Covenants*¹. Mitunter garantiert der Emittent nach einer bestimmten Frist den Rückkauf zu einem vorab vereinbarten Preis.

1.2.3. Replacement Language

Häufig werden hybride Instrumente um eine schriftliche Erklärung (bezeichnet als *Replacement Language*) ergänzt, nach der abgelaufene oder gekündigte Papiere durch anderen ersetzt werden. Obwohl solche Erklärungen im Allgemeinen nicht rechtskräftig sind, existieren in den USA Instrumente, deren Emittenten sich verbindlich zu solch einem Ersatz verpflichten. In den Ersatzvereinbarungen gibt das Management an, unter welchen Konditionen diese neuen Emissionen stattfinden. Dabei sind der Grad der Nachrangigkeit und die Verzinsung die wichtigsten Kennziffern. Zumeist sollen die Papiere durch gleichrangige und vergleichbare Instrumente ersetzt werden. Als Alternative zur Kündigung, kann der Emittent neue Vertragskonditionen vorschlagen (diese Option wird als *RESET* bezeichnet). Daraufhin kann der Investor entscheiden ob er die neuen Konditionen akzeptiert. Lehnt er sie ab, wird das hybride Instrument zurückgekauft. Eventuell kann der Investor das hybride Instrument in Aktien umwandeln lassen (Australian Stock Exchange 2003).

1.2.4. Nachrangigkeit

Eines der Kernmerkmale des hybriden Kapitals ist seine Nachrangigkeit (*Subordinated Debt*) (Donohue 2007). Diese kann unterschiedlich stark ausgeprägt sein. Die Ansprüche der Investoren können im Verhältnis zu den anderen nachrangigen Forderungen gleichrangig sein, jedoch ist Nachrangigkeit auch in der Art (*Deeply Subordinated Debt*) möglich, dass die Bedienung der Investoren erst nach Befriedigung der Forderungen aller anderen Fremdkapitalgeber erfolgt. Zusätzlich kann vereinbart werden, unter welchen Bedingungen ein Instrument nachrangig ist. Die häufigsten Fälle sind die ständige Nachrangigkeit und die Nachrangigkeit nur im Insolvenzfall.

1.2.5. Verzinsung

Die Zahlungen an die Investoren sind durch einen enormen Gestaltungsspielraumraum gekennzeichnet. Dies betrifft nicht nur die Höhe des Coupons, sondern auch eine Reihe zusätzli-

¹ Unter dem Begriff *Covenants* sind alle vertragliche Nebenpflichten und Vereinbarungen zu verstehen.

cher Optionen. Bezüglich der Zinshöhe ist grundsätzlich ein fester Zinssatz oder ein variabler Zinssatz möglich. Die Höhe des variablen Zinssatzes kann erfolgsunabhängig bestimmt sein (z.B. LIBOR + x BP²) oder erfolgsabhängig (z.B. x% vom Jahresüberschuss oder Gewinn). Des Weiteren sind Mischformen von festen und variablen Zahlungen, bspw. zuerst ein fester dann ein variabler Zinssatz mit oder ohne *Step-up*³, denkbar.

Wie bei Dividenden müssen Auszahlungen nicht auf einer regelmäßigen Basis erfolgen. Bei manchen Instrumenten bestimmt der Emittent Zahlungshöhe und -zeitpunkt. Auch das Unterlassen von Ausschüttungen ist möglich. Solche Vereinbarungen sind jedoch selten und mit der Festlegung von Ereignissen verbunden, deren Eintritt Auszahlungen bedingt. Gewöhnlich erfolgen die Auszahlungen periodisch (z.B. jährlich), unter Vorbehalt einer Stundungsmöglichkeit (siehe unten). Zu den häufigsten Ereignissen, nach deren Auftreten unabhängig von andern Vereinbarungen ausgezahlt werden muss, zählen der Rückkauf oder die Emission eigener Aktien, die Auszahlung an gleich- oder nachrangigen Investoren, die Ausübung von Kündigungsrechten bei einer Anleihe.

1.2.6. Stundung der Zinsen

Bei hybriden Instrumenten mit starkem Eigenkapitalcharakter dürfen in bestimmten Fällen die Vergütungsauszahlungen aufgeschoben werden. Man unterscheidet zwischen folgende Kategorien der Stundung (S&P 2006; Beispiele siehe Tabelle 13 im Anhang):

- 1) Optionale Stundung (*Optional Deferral*) – die Stundung steht im Ermessen des Emittenten, die Ausgestaltung der Option ist mit oder ohne Vorbehalt der Einhaltung bestimmter Bedingungen möglich;
- 2) Obligatorische Stundung (*Mandatory Deferral*) – sind bestimmte Kriterien erfüllt, erfolgt ein Aufschub automatisch;
- 3) Regulatorische Stundung (*Regulatory Deferral*) – bei Untersagung von Auszahlungen durch die Finanzaufsicht.

Mit der Stundungsmöglichkeit sind weitere Vereinbarungen untrennbar verbunden. Im Falle der Zinsstundung gibt es verschiedene Möglichkeiten, die ausgefallenen Zahlungen zu behandeln. Dabei ist zu unterscheiden zwischen einer Methode mit Ansammlung von Zinsen (*Cu-*

² Basispunkte.

³ *Step-up* bezeichnet eine Erhöhung der Verzinsung um einen Aufschlag.

mulative) und ihrer späteren Auszahlung - mit oder ohne Zinseszinsen, sowie dem Verfallenslassen gestundeter Zinsen (*Non Cumulative*). Zudem ist zu vereinbaren, bis wann aufgelaufene Zinsen nachbezahlt werden müssen. Des Weiteren wird festgelegt, wie lange der Emittent die Zinsen stunden darf. Meist wird eine bestimmte Anzahl an Jahren oder aber keine Grenze vereinbart. Um unbegrenzte Zinsverweigerungen der Emittenten auszuschließen, werden für die Investoren Schutzklauseln in die Verträge integriert. Eine solche rechtskräftige Schutzklausel ist die Verpflichtung der Emittenten die Zinszahlungen, bei Eintritt bestimmter Ereignisse, wieder aufzunehmen und - je nach Vereinbarung - ausgefallene Zinsen nachzuzahlen. Zu diesen Ereignissen gehört z.B. die Dividendenauszahlung oder Beschaffung von neuem Kapital durch eine Aktienemission.

Weitere Vereinbarungen beziehen sich auf die verschiedenen Möglichkeiten, die Forderungen nach einer Stundung zu begleichen (Donohue 2007). Als *Alternative Coupon Settlement/Satisfaction Mechanism* (ACSM) werden einige Maßnahmen zusammengefasst, die beschreiben wie der Emittent ausgefallene Zinsen nachzahlen oder die Stundung vermeiden kann. Üblich ist eine Verpflichtung des Emittenten zur Beschaffung des Kapitals durch die Emission von Aktien oder Anleihen, um die Verbindlichkeiten begleichen zu können. Analog beziehen sich *Alternative Principal Settlement Mechanism* (APSM) auf die Rückzahlung des Nennwertes bei Fälligkeit. Die Vereinbarung eines *Payment in Kind* (PIK) erlaubt es dagegen, den Nennwert bis zu einer bestimmten Grenze um den Betrag der ausgefallenen Zinsen zu erhöhen und dadurch die ausstehenden Verpflichtungen zu erfüllen. Weiterhin können *Cure Periods* vereinbart werden. Die Gläubiger verpflichten sich dabei im Falle eines Ausfalls keine Maßnahmen bis zu einer festgelegten Frist zu unternehmen, um ihre Forderungen zu sichern. Damit geben sie dem Schuldner Zeit, Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Diese Vereinbarungen bieten den Investoren einen gewissen Komfort und begrenzen die Zahl der Fälle, in denen eine Stundung in Frage kommt. Zudem verbessern sie das Rating des Instrumentes.

1.2.7. Debt Covenants

Bei hybriden Finanzinstrumenten besteht die Möglichkeit, bestimmte Nebenpflichten des Emittenten vertraglich festzuhalten. Diese so genannten *Debt Covenants* beinhalten Bedingungen, deren Verletzung Sanktionen nach sich ziehen. In den Covenants wird häufig die Einhaltung bestimmter Kennzahlen vereinbart. Diese können beispielsweise die Profitabilität oder

die Eigenkapitalquote betreffen. Daneben existieren – um nur einige Beispiele zu nennen - Informations- und Berichtspflichten, *Cross Default*⁴ Klauseln sowie Negativverpflichtungen (*Negative Pledge*)⁵. Bei Nichteinhaltung drohen sofortige Kündbarkeit, höhere Verzinsung, höhere Beteiligung am Gewinn (wenn sie vereinbart wurde), Umwandlungsrechte in Eigenkapital, Einflussnahme auf das Management oder Anspruch auf Stimm- und Kontrollrechte. Manchmal werden Bedingungen um zusätzliche Klauseln erweitert, die den Investoren oder den Emittenten spezielle Rechte geben. Am häufigsten ist hierbei die *Change of Control* Klausel⁶, die dem Investor ein Kündigungsrecht einräumt oder die Coupon erhöht.

Weiterhin müssen das Informations- und das Mitwirkungsrecht der Kapitalgeber bei hybriden Produkten geregelt werden. Diese können fast vollständig vertraglich ausgeschlossen werden oder nur im begrenzten Umfang eingeräumt werden. Typisch ist es, kein Mitspracherecht zu gewähren oder dieses nur für Sonderfälle zu vereinbaren.

Schließlich kann ein hybrides Instrument um eine Wandeloption (*Convertible*) ergänzt werden. Wenn diese Option von dem hybriden Instrument getrennt gehandelt werden kann, z.B. in Form eines Bezugsrechtes, liegt eine Optionsanleihe vor. Andernfalls handelt es sich um ein Wandelrecht. In beiden Fällen liegt die Ausübung der Option beim Investor. In manchen Fällen tritt anstelle der Wandeloption eine Wandelpflicht (*Mandatory Convertible*). Die Umwandlung erfolgt dann automatisch bei Fälligkeit.

1.3. Eigenschaften typischer Hybridinstrumente

Der Spielraum für die Ausgestaltung einzelner Instrumente ist groß und wird nie von einem einzelnen Papier ausgeschöpft. Bestimmte Kombinationen der Ausgestaltungselemente sind bei Investoren besonders gefragt und haben sich in der Praxis bewährt. Aufgrund ihrer Popularität haben sich für diese Kombinationen eigene Namen etabliert. In Hinblick auf die steuerliche und buchhalterische Behandlung dieser hybriden Instrumente wurden eigens Gesetze erlassen. Im weiteren Verlauf werden Wandel- und Optionsanleihen, nachrangige Darlehen,

⁴ In einer Cross Default Klausel wird vereinbart, dass, der Kreditgeber vom Vertrag zurücktreten oder neue Konditionen fordern kann, wenn der Emittent Zahlungsverpflichtungen gegenüber Dritten nicht nachkommt.

⁵ Eine Negativerklärung ist eine Verpflichtung dazu, einen Teil des Vermögens nicht ohne Zustimmung des Begünstigten zu verkaufen oder zu beleihen.

⁶ *Change of Control* Klauseln sind Vereinbarungen für den Fall einer Übernahme, oder gravierenden Änderungen in Eigentümerstruktur.

partialische Darlehen, stille Beteiligungen, hybride Anleihen, Genussscheine und Vorzugsaktien als die wichtigsten hybriden Finanzierungsformen dargestellt.

Wandel- und Optionsanleihen sind gewöhnliche Anleihen, die zusätzlich mit einem Recht zur Umwandlung in Aktien ausgestattet sind. Da sie nur eine der Ausgestaltungsmöglichkeiten von hybridem Kapital nutzen, sind sie transparent, leicht verständlich und einfach zu bewerten. Zumeist werden sie nur von relativ großen Unternehmen begeben (KfW 2005).

Nachrangige Anleihen (Darlehen) unterscheiden sich von normalen Anleihen (Darlehen) durch eine erhöhte Haftung im Insolvenzfall. Die Investoren werden dafür mit höheren Renditen entschädigt. Die Laufzeiten und die andere Eigenschaften sind denjenigen normaler Anleihen sehr ähnlich.

Partialische Darlehen sind Kredite mit erfolgsabhängiger Vergütung. Da die Kapitalgeber an Verlusten nicht beteiligt und im Konkursfall wie Gläubiger behandelt werden, weist das Instrument eher Fremdkapitalcharakter auf. Häufig sind die Gesellschafter selbst die Kapitalgeber.

Auch *typische stille Beteiligungen* weisen eher Fremdkapitalcharakter auf. Durch eine Beteiligung am Unternehmen erlangen die Investoren hierbei jedoch keine Gesellschafterrechte. Deshalb erhalten sie zusätzlich zu den festen Auszahlungen eine variable erfolgsabhängige Rendite. Das eingesetzte Kapital wird als Fremdkapital mit Rangrücktritt eingestuft. Die Laufzeit wird vertraglich festgelegt, die Rückzahlung des Instruments erfolgt zum Nennwert.

Atypische stille Beteiligungen sind hingegen dem Eigenkapital näher. Die Investoren haften voll oder begrenzt mit dem eingesetzten Kapital. Dafür vereinnahmen sie eine erfolgsabhängige Vergütung. Sie sind meist an Gewinn und Verlust beteiligt. Daher besitzen die Investoren Informations- und Mitspracherechte.

Hybrid Bonds (unter anderen *Trust Preferred Securities – TPS/TruPS*, *Perpetual Convertibles*) sind die am stärksten differenzierten Instrumente und machen gleichzeitig von mehreren Ausgestaltungsmöglichkeiten gebrauch. Die Laufzeiten können Ausprägungen von mittelfristig über langfristig bis ewig annehmen. Die erfolgsunabhängigen Auszahlungen sind meist fix bis zum Ausübungsdatum der ersten Call-Option, dann schließt sich häufig eine Phase

variabler Auszahlungen mit einem *Step-up* an. Der Emittent behält sich das Recht vor, Zinsen in bestimmten Fällen zu stunden. Durch die Nachrangigkeit der Anleihe erhöht sich das Risiko für den Investor und der Eigenkapitalcharakter wird verstärkt. Wann und für wie lange die Zinszahlungen ausgesetzt werden dürfen, wird im Vertrag bzw. Emissionsprospekt festgelegt. Einige Anleihen sind zusätzlich mit *Covenants* ausgestattet. Darüber hinaus ist der Emittent verpflichtet bestimmten Informationspflichten nachzukommen.

Genussrechte oder Genussscheine (verbrieft Genussrechte) räumen den Investoren typischer Weise gesellschaftliche Vermögensrechte ein. Darunter ist vor allem die Beteiligung an Gewinn und Verlust zu verstehen. Weiterhin drücken sie sich meist in den Vereinbarungen bezüglich der Zins- und Rückzahlung aus. Um den Gläubigercharakter zu sichern, werden den Kapitalgebern weder Stimm- noch andere Rechte gewährt. Gelegentlich wird das Instrument um eine Wandeloption ergänzt.

Vorzugsaktien sind dem Eigenkapital sehr nah. Den Besitzern wird kein Stimmrecht eingeräumt, was durch erhöhte Dividenden ausgeglichen wird. Ansonsten gleichen diese hybriden Instrumente gewöhnlichen Aktien.

Zum Abschluss dieses Abschnitts werden die wichtigsten Unterteilungen der hybriden Instrumente dargestellt. Unterschieden wird zwischen privaten und öffentlichen Instrumenten, wobei erstere nicht ohne weiteres handelbar sind. Je nach der Nähe zu reinem Fremdkapital spricht man von *Debt-* oder *Equity-Mezzanine*. Die ausführliche Darstellung des Gestaltungsraumes mit praktischen Beispielen findet sich in Tabelle 14 im Anhang.

1.4. Ziele

Die zahlreichen Ausgestaltungsmöglichkeiten erlauben es den Unternehmen verschiedene Ziele unter Einsatz hybriden Kapitals zu realisieren. Zu den wichtigsten gehören Eigenkapitalerhöhungen, Bilanzoptimierung, Sicherung von Steuervorteilen, Kostenoptimierung, Investitions- und Geschäftsfinanzierung, Mitarbeitermotivierung und Risikostreuung. Hybrides Kapital wird auch als Übernahmewährung und zur Regelung von Eigentümerwechseln benutzt. Im weiteren Verlauf werden diese Punkte kurz erläutert.

In erster Linie wird durch die Emission hybriden Kapitals eine Erhöhung des Eigenkapitals angestrebt. Da Ratingagenturen, Aufsichtsbehörden und Buchungsvorschriften die Anerkennung des Hybridkapitals als Eigenkapital unter abweichenden Prämissen gestatten, muss der Emittent bei der Ausgestaltung der Verträge diesen Anforderungen Rechnung tragen. Die Voraussetzungen werden in Kapitel 4 und 5 noch genauer diskutiert.

Da hier unterschiedliche Anforderungen seitens Ratingagenturen, Aufsichtsbehörden oder Buchungsvorschriften bestehen, muss der Emittent bei der Gestaltung der Verträge diesen Anforderungen Rechnung tragen. Die Voraussetzungen werden in Kapitel 4 und 5 noch genauer diskutiert.

Weiterhin ist in den letzten Jahren der Druck durch Experten und Analysten auf die Unternehmen gestiegen, verschiedene Kapitalquellen zu nutzen. Da das benötigte Kapital aus verschiedenen Quellen kommen und eine unterschiedliche Fälligkeitsstruktur aufweisen soll, sind hybride Produkte besonders gut zur Bilanzoptimierung geeignet.

Nicht zu unterschätzen sind steuerliche Vorteile, die ein Unternehmen durch die Anrechnung des Zinsaufwands als Kosten erzielen kann. Da die Steuergesetzgebung landesspezifisch ist, kann der Emittent diesen Effekt jedoch nur durch eine genaue Anpassung der hybriden Produkte an die jeweiligen rechtlichen Vorschriften erreichen. Der Hauptvorteil des hybriden Kapitals besteht darin, dass die Sicherung der steuerlichen Vorteile durch die Abzugsfähigkeit der Ausschüttungen nicht im Widerspruch zum Eigenkapitalcharakter des Instruments steht.

Bei der Bewertung hybrider Instrumente werden meist zuerst die oben genannten Ziele hervorgehoben. Dabei ist nicht zu vergessen, dass die Unternehmen das aus den Emissionen gewonnene Kapital zur Finanzierung des Geschäftsbetriebs und insbesondere der Investitionen und der Forschung benötigen. Aufgrund des Eigenkapitalcharakters und einer erfolgsabhängiger Vergütung eignet sich hybrides Kapital besonders gut zur Finanzierung von vagen, viel versprechenden Projekte, die gleichzeitig ein hohes Risikopotenzial bergen. Daneben kommt es auch als Überbrückungskapital (*Bridge Financing*) vor einem Börsengang oder - seltener - bei Sanierungen zum Einsatz.

Hybride Instrumente werden oft als „Übernahmewährung“ bei Fusionen und Übernahmen (*Mergers and Acquisitions*, M&A) oder bei Eigentümerwechseln (Nachfolgeregelung, *Mana-*

ger *Buy-Out* - MBO, *Manager Buy-In* - MBI etc.) benutzt. Sie verringern den Einfluss der Eigentümer am Unternehmen nicht, da die Stimmrechtverteilung unverändert bleibt. Eine Herabstufung des Ratings aufgrund erhöhter Fremdkapitalanteile ist zudem ausgeschlossen, weil das Hybridkapital Eigenkapitalcharakter aufweist. Beispielsweise begab Bayer im Jahr 2005 ein ewiges Hybridprodukt zu einem Nennwert von 1,3 Mrd. EUR um eine Schwächung des Eigenkapitals nach der Übernahme einer Sparte von Roche zu neutralisieren (Frankfurth 2005).

Aufgrund der erfolgsabhängigen Auszahlungen kann hybrides Kapital ein Teil der Motivationsstrategie der Mitarbeiter oder deren Vergütung werden. Das Management kann so auf das Verantwortungsbewusstsein der Mitarbeiter und auf die Unternehmenskultur Einfluss nehmen. Die Erfolgsabhängigkeit der Auszahlungen ist auch ein Argument für den Einsatz hybrider Produkte bei der Risikostreuung.

Durch die Finanzierung mit hybridem Kapital ist das eingegangene Risiko für den Emittenten bei risikobehafteten Projekten kleiner, da die Investoren einen Teil des eingegangenen Risikos gegen die Zahlung von höheren Renditen übernehmen. Deshalb benötigt das Unternehmen geringere Rückstellungen oder Cashflows um interne Sicherheitsgrenzen einzuhalten. Somit kann hybrides Kapital den Handlungsspielraum des Unternehmens vergrößern.

Die flexible Gestaltung der Rückzahlung ermöglicht eine Optimierung der Kapitalkosten und Cashflows. Kündigungsrechte erlauben dem Emittenten eine kostengünstige Finanzierung, wenn der Marktzins unter den vertraglich vereinbarten Zins fällt. Der Emittent hat dann die Möglichkeit sein Kündigungsrecht auszuüben und sich am Markt billiger zu refinanzieren. Bei Instrumenten mit fixer Laufzeit und ohne Kündigungsrecht ist diese Möglichkeit nicht gegeben. Darüber hinaus sichern gewinnabhängige Vergütung und Stundungsmöglichkeit Liquidität in Zeiten ungünstiger Konjunktur und bei unternehmensinternen Problemen. Obwohl hybrides Kapital im Vergleich zu reinem Fremdkapital wesentlich teurer ist, kann sein Einsatz zur Senkung der durchschnittlichen Kapitalkosten (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC) führen. Durch die Aufnahme hybriden Kapitals, verbessert der Emittent die Kapitalstruktur des Unternehmens und erlangt somit Zugang zu weiteren Krediten.

Weiterhin möchte jeder Gesellschafter die volle Kontrolle über das eigene Unternehmen behalten. Dem können hybride Instrumente dadurch Rechnung tragen, dass den Kapitalgebern

keine oder nur wenige Stimmrechte und Einflussmöglichkeiten eingeräumt werden. Aufgrund dessen verwässern sie die Stimmrechtsanteile nicht. Besonders unter Mittelständlern gewinnen hybride Instrumente deshalb an Beliebtheit.

Zuletzt ermöglicht die Aufnahme hybriden Kapitals es der Unternehmensführung, den Investoren ein Signal über die aktuelle Lage des Unternehmens zu geben. Aus der bisherigen Erfahrung ist bekannt, dass nur besonders starke Unternehmen eine Finanzierung über hybride Produkte wählen. Deswegen trägt ihre Emission zum Abbau der asymmetrischen Information zwischen Kapitalgebern und -nehmern bei. In Folge der verbesserten Informationslage verlangen die Kapitalgeber eine geringere Risikoprämie.

1.5. Geschichte der Marktentwicklung

Hybride Instrumente sind relativ jung. Erst in den 1980er Jahren versuchten die ersten Unternehmen in den USA, sich über die Emission hybrider Titel zu finanzieren. Obwohl sie von Anfang an ein sehr großes Potenzial bargen, blieb dieses bis Mitte der 1990er Jahre unausgeschöpft. Zu Beginn galten hybride Produkte als sehr exotisch und typisch für den amerikanischen Markt.

Schon im Baseler Abkommen von 1988 tauchte der Begriff „hybride Instrumente“ auf. Sie durften unter bestimmten, eher restriktiven Bedingungen als Kernkapital (*Tier I Capital*⁷), eingestuft werden. Trotzdem bremsten der Mangel an Wissen und Erfahrung, sowie die skeptische Einstellung der Ratingagenturen und der Aufsicht, das Wachstum des Marktes. Der Durchbruch kam im Oktober 1996, als in den USA die FED die hybriden Anleihen (die sog. *Trusted Preferred Shares*) als Teil des Kernkapitals eindeutig anerkannte. Dies trug maßgeblich zu dem erheblichen Wachstum in den USA bei. Danach befand sich der europäische Markt unter Druck, sich diesem Marktsegment zu eröffnen. Obwohl der Baseler Ausschuss schon im Jahr 1998 in einer Pressemitteilung die Hauptregeln für die Behandlung der innovativen Instrumenten bekannt gab und damit ihre Anerkennung (mit *Step-up*, Kündigungsrecht des Emittenten und Stundungsmöglichkeit) ermöglichte, bedienten sich Unternehmen ihrer

⁷ *Tier I Capital*: Der Baseler Abkommen von 1988 unterteilte das Kapital der Banken in Schichten (Tier), die verschiedenen Haftungsniveaus entsprechen. Die für die Solvabilität der Bank wichtigste Gruppe, das unbeschränkt haftenden Kapital, wurde Tier I genannt.

eher zögerlich. Basel II hat, abgesehen von der Einführung einer Obergrenze für hybride Instrumente in Höhe von 50% des Kernkapitals, wenig geändert. Aus Sicht der Bankenindustrie waren die neuen IAS-Buchungsregeln, die im Januar 2005 in Kraft getreten sind, wichtiger (Donohue 2007). Danach dürfen einige hybride Instrumente nicht mehr als Eigenkapital in der Bankbilanz ausgewiesen werden. Am stärksten davon betroffen waren Genussscheine, deren Popularität aufgrund der Änderungen abnahm. Allerdings schätzten Experten die Vorgaben der Bankenaufsicht (Genussscheine werden als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt) als bedeutender ein. Aus diesem Grund könnten Genussscheine ihre Bedeutung doch erhalten.

Neben den Banken gehören die Versicherer zu den wichtigsten Finanzdienstleistern. Die Arbeiten an Solvency II sind noch nicht abgeschlossen, weshalb es weiter an international einheitlichen Vereinbarungen fehlt. Solange dieses Abkommen nicht verabschiedet ist, regeln nationale Gesetze die Solvabilität der Versicherer. So wurde in Deutschland im September 2005 die Novelle des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) verabschiedet, in der die Obergrenze der mit Genussscheinen und hybride Anleihen gedeckten Eigenmittel von 25% auf 50% aufgestockt wurde (Kullrich 2007). Als Reaktion auf diese Neuerung begaben Versicherer vermehrt hybride Finanztitel.

Parallel dazu änderte sich die Einstellung der Ratingagenturen gegenüber hybriden Produkten, was einen zusätzlichen Entwicklungsschub bewirkte. Im Jahr 1999 entwickelte Moody's sein „*Basket Toolkit*“ und präsentierte damit das erste transparente Rating-Verfahren. Moody's Beispiel folgten Standard & Poor's, die am 14. Mai 1999 im „*Rating Preference Stock and Hybrid Securities of financial Institutions*“ ihre neu entwickelten Bewertungsregeln offen legten. Die Unsicherheit bezüglich der Anerkennung hybrider Instrumente als Eigenkapital wurde damit teilweise vermindert. In den vergangenen Jahren haben die Ratingagenturen ihre Verfahren ausgebaut und verfeinert. Allerdings gibt es bis heute keinen einheitlichen Standard, was das Marktwachstum sicherlich bremst.

Ende 1999 wurde der Standard 20NC10 (Laufzeit 20 Jahre, *Call-Option*, *Non-Cumulative*) in Großbritannien geschaffen. Ein Jahr später erschien dort das erste steuerabzugsfähige Papier. Allmählich wurde die Produktpalette erweitert und Anfang 2005 gelangten erste *High-Equity* Hybridinstrumente an den Markt (Donohue 2007). Die niedrigen Zinsen (und die somit gefallene Kosten des Eigenkapitals) ermutigten Unternehmen zusätzlich dazu, ihre Bilanzen um

weiteres Eigenkapital zu ergänzen. Die bis dahin überwiegend von Banken genutzten hybriden Instrumente wurden von europäischen Unternehmen entdeckt (Frankfurth 2005).

Aufgrund der erheblichen Transaktionskosten (für Platzierung und Vorbereitung der Emission) blieb der Markt für hybride Produkte den kleinen und mittleren Unternehmen verschlossen. Im Jahr 2004 öffneten Banken diesen Kunden den Zugang zum Markt (WestLB 2005). Sie entwickelten Verfahren in welchen sie mehreren kleineren Unternehmen hybrides Kapital bereitstellten, anschließend die Forderungen bündelten, um sie dann in verbriefter Form am Markt in Tranchen zu verkaufen. Diese Tranchen werden meist nach Risikoprofil geordnet. Auf diese Weise können Investoren die von ihnen gewünschte Risikoposition einnehmen. Die Angebotspalette ergänzen andere Finanzanbieter, die Kapital über Fonds am Markt sammeln und an kapitalbedürftige Unternehmen weiterleiten. Dadurch erhalten nicht nur die ratingstarken Großunternehmen sondern auch andere einen indirekten aber effizienten und kostengünstigen Zugang zu dieser Finanzierungsquelle. Zu den üblichen Formen, in denen Kapital bereitgestellt wird, gehören Genussscheine, Nachrangdarlehen sowie typische und atypische Beteiligungen.

Die oben geschilderten Faktoren und Innovationen bilden nur die institutionelle Umgebung, in der einzelne Unternehmen tätig sind. Sie schufen unverzichtbare Regeln und Transparenz, waren aber nicht ausreichend, um kapitalbedürftige Unternehmen auf die neuen Produkte aufmerksam zu machen. Dies geschah erst durch eine Reihe branchenspezifischer Ereignisse, die Unternehmen anregten oder sogar zwangen, sich mit den neuen Finanzprodukten auseinanderzusetzen. Da die Faktoren dafür in den einzelnen Branchen sehr unterschiedlich waren, werden sie separat in Kapitel 1.4 besprochen.

Die Rolle der Investoren bei der Etablierung hybrider Produkte ist nicht zu unterschätzen. Ohne ihre Offenheit hätten sich hybride Instrumente nicht auf dem Markt durchsetzen können. Die gute Resonanz der Investoren wurde von einer Reihe verschiedener Faktoren begünstigt. Die fallenden Zinsen, geringer werdende *Spreads*, sowie abnehmende Ausfallraten ließen die Renditen auf den Anleihe märkten fallen. Diese Entwicklungen waren schon seit 2003 zu beobachten, aber ihre Folgen bekamen die Marktteilnehmer erst im Jahr 2005 zu spüren, wodurch sich das Interesse für verschiedene Finanzprodukte änderte. Nicht zufällig entfallen auf dasselbe Jahr die ersten großen Deals und eine dynamische Steigerung des Marktumsatzes von hybriden Produkten (Klaper 2006, Bastian 2007).

Die Hauptvorteile hybrider Instrumente liegen in ihren innovativen Eigenschaften und ihrer Eignung, den Bedürfnissen der Emittenten angepasst zu werden. Deswegen ist der Markt hybrider Produkte in ständiger Bewegung. Immer weitere Formen wurden entwickelt und der Kreis der Emittenten wuchs beständig. Zu den riskanteren Formen, die zuletzt hinzukamen, gehört z.B. der Markt für Emissionen kleiner Unternehmen, den sogenannten *High-Yield* Anleihen. Zu den wichtigsten europäischen Innovationen gehören laut Standard&Poor's (Zsiga 2006) die obligatorische Stundung (*Mandatory Deferral*), die strenge *Replacement Language*, ACSMs (*Alternative Coupon Settlement/Satisfaction Mechanism*), die Kontrollwechsel Klausel (*Change of Control Clause*), *Conversion Calls*, sowie *Rating-Agency/Equity Content Calls*.⁸ Das Spektrum dieser Innovationen wird nicht voll ausgeschöpft, denn typisch amerikanische Vereinbarungen - wie rechtsverbindliche *Replacemnet Languages* oder *Immediate Stock Settlements* - haben sich bis jetzt auf dem deutschen Markt nicht etablieren können.

1.6. Standardisierung und Vereinheitlichung

Die flexible Ausgestaltung und damit verbunden, die Möglichkeit hybride Instrumente an eigene Bedürfnissen anzupassen, stellt einen ihrer zentralen Vorzüge dar. Der Preis dafür ist jedoch hoch, da die Kosten von Platzierung, Prospektvorbereitung, rechtlicher und steuerlicher Überprüfung, sowie Beratung bezüglich der zusätzlichen Aspekte stark zunehmen. Gleichzeitig kann die hohe Komplexität Investoren abschrecken, die nicht vermögen, die angebotenen Papiere miteinander zu vergleichen oder sie individuell fair zu bewerten. Oft verlangen die Investoren deshalb zusätzliche Risikoprämien. In Folge dessen bleibt der Marktzugang kleineren Akteuren verwehrt. Als Rentabilitätsgrenze schätzen Experten ein Mindestvolumen von 10 Mio. EUR bei Privatplatzierungen. Öffentliche Emissionen weisen meist ein Volumen von mindestens 50 Mio. EUR auf, was einen Indikator für deren Untergrenze bezüglich der rentablen Kapitalbeschaffung darstellt (Kullrich 2007). Auf der internationalen Ebene sind Emissionen ab 150 Mio. EUR sinnvoll, da die meisten Fonds erst ab diesem Volumen in die begebenen Papiere investieren dürfen (Bastian 2007).

⁸ *Rating-Agency/Equity Content Calls* erlaubt dem Emittent das Instrument zu kündigen, falls die Ratingagenturen die Eigenkapital-Kategorie herabgestuft haben (siehe Kapitel 4).

Die fortgeschrittene Standardisierung - besonders in den USA, aber auch in Großbritannien - beseitigt diese Schwächen teilweise. Im kontinentaleuropäischen Raum hingegen klagen Investoren über mangelnde Transparenz. Das Marktwachstum wird vor allem durch unterschiedliche Zinszahlungsmodalitäten, *Step-up* Konstruktionen und Laufzeiten gebremst. Fachleute sind davon überzeugt, dass eine Marktstandardisierung neue Anleger anziehen würde. Weiterhin könnte die Entstehung von Mezzanine-Klassen die Markttransparenz erhöhen und so den Investorenwünschen entgegenkommen.

Auch die standardisierten Produkte der Finanzbranche befinden sich im Wandel. Von Beginn an versprachen sich die Mezzanine-Anbieter hohe Umsätze. Der Bedarf wurde aber um ein Vielfaches überschätzt. Die Mezzanine-Programme⁹ erreichen nur ein Gesamtvolumen von etwa 200 bis 300 Mio. EUR bei etwa 50 teilnehmenden Unternehmen (Frühauf 2007). Zudem enttäuschte die Qualität der mittelständischen Unternehmen die Hoffnungen der Fachleute (bezüglich der Qualitätsanforderungen siehe Tabelle 3). Daraus folgte ein Mangel an Liquidität und die Notwendigkeit einer stärkeren Diversifikation. Da die hybriden Programme nur durch eine stark steigende Nachfrage, beflügelt werden könnten, erwarten Analysten führender Banken eine Standardisierung der Produkte. Derzeit existiert auf dem Markt eine Reihe von Anbietern verschiedener Produkte. Die größten sind im Anhang in Tabelle 15 aufgelistet.

Die unerwartet langsame Entwicklung des Marktes für hybride Produkte kann teilweise mit dem wirtschaftlichen Aufschwung erklärt werden. Steigende Gewinne und hohe Cashflows zerstreuten die Bedenken über die Eigenkapitalquote. Ebenso wurde die, ursprünglich durch Basel II ausgelöste, restriktive Kreditvergabe gelockert. Mittelfristig gesehen, weisen die Mezzanine-Programme dennoch Wachstumspotenzial auf, da sich die Unternehmen auf das zu erwartende Abkühlen der Konjunktur vorbereiten müssen.

1.7. Markt im Jahr 2007 und Zukunftsperspektiven

Der Markt für hybride Instrumente ist in den USA durch eine hohe Liquidität und ansatzweise Standardisierung gekennzeichnet. Dies bietet verschiedensten Akteuren die Möglichkeit an

⁹Im Rahmen eines Mezzanine-Programms wird den Unternehmen Kapital in der Form von standardisierten Mezzaninen Instrumenten zur Verfügung gestellt. Das Portfolio von diesen Instrumenten wird dann sehr oft verbrieft und am Markt verkauft.

diesem Markt teilzuhaben. Aufgrund der von dem *Committee of European Banking Supervisors* CEBS vorgelegten Daten (CEBS 2006, CEBS 2007) lässt sich hingegen für Europa eine deutlich steigende Tendenz unter den Banken und Versicherern erkennen, hybride Produkte zu emittieren. Zwischen 2002 und 2005 wuchs das Volumen von kernkapitalfähigen Emissionen (*Tier I* Anleihen) jährlich um circa 30%. Bei Versicherern war das Wachstum vergleichbarer Instrumente deutlich schwächer. Am 31. Dezember 2006 ließ sich der Wert von ausstehenden hybriden Instrumenten auf 213 Mrd. EUR beziffern, wobei sich der Anteil innovativer Instrumente auf ein Drittel belief. Den ersten Platz auf der Liste der emissionsstärksten Länder nimmt Großbritannien ein (mit circa 60 Mrd. EUR). Den zweiten Platz belegt Deutschland mit einem Volumen von etwa 35 Mrd. EUR gefolgt von Frankreich, Spanien und Niederlanden (entsprechend 25 Mrd. EUR, 23 Mrd. EUR, 21 Mrd. EUR). Tabelle 2 stellt die Anteile verschiedener hybrider Instrumente dar. Es ist deutlich zu erkennen, dass die *Non-Cumulative Trust Preferred Securities und Undated Deeply Subordinated Non-Cumulative Notes* mit Abstand die populärsten Instrumente sind. Der Währung nach lauten 56% der Instrumente auf EUR, 28% auf USD und 14% auf GBP.

Tabelle 2. Hybride Instrumente nach Klassen

Instrument	Marktanteil
Non-cumulative trust preferred security*	30%
Undated deeply subordinated non-cumulative notes	22%
Perpetual non cumulative preference shares	16%
Equity contributed through silent partnership**	10%
Convertible perpetual bond	1%
Andere	21%

*davon 90% in UK, **nur in Deutschland, Italien, Belgien und Luxemburg

Quelle: CEBS (2007)

Der Markt für hybride Instrumente, die von Unternehmen emittiert werden, entwickelt sich anders. Während in den Jahren 2003 und 2004 eine Flaute herrschte und ein Volumen von 1 Mrd. EUR nicht erreicht wurde, boomte der Markt in den Jahren 2005 und 2006 (das Volumen belief sich auf gut 7 Mrd. EUR beziehungsweise knapp 6 Mrd. EUR) (Donohue 2007). In Europa entfielen 49% der in den Jahren 2005 bis 2007 emittierten Papiere auf deutsche Unternehmen. Weit nach Deutschland folgen Frankreich, die skandinavischen Länder und die USA (mit 12%, 15%, 11%).

In Deutschland haben Mezzanine-Programme seit ihrer Einführung ein Volumen von knapp 4,7 Mrd. EUR erreicht (Frühauf 2007). Nach dem erfolgreichen Abschluss der ersten Programme bereiten mehrere Banken die Platzierung weiterer Tranchen vor. Jedoch zwingt das

ungünstige Umfeld (siehe Kapitel 2.5) die Anbieter ihre Strategien zu prüfen. So sahen sich die Deutsche Bank und die IKB Deutsche Industriebank gezwungen, auf den aktiven Vertrieb ihres gemeinsamen Produktes zu verzichten. Andere Banken setzen ihre Programme hingegen fort. Wie schon in Kapitel 1.5 angedeutet, steht die Finanzbranche vor einer Konsolidierung und Vereinheitlichung.

Ingesamt ist zu erwarten, dass hybride Produkte in den nächsten Jahren zu normalen Finanzierungsinstrumenten der Unternehmen werden. Ob die steigende Unsicherheit am Anleihemarkt, die sich in steigenden Zinsen niederschlägt, die Entwicklung beeinträchtigen wird, ist noch nicht abzusehen. Ferner halten Brancheninsider die weitere Mischung mehrerer Merkmale, wie z.B. Options- oder Wandlungsrechte mit einer Hybrideanleihe, für möglich (Bastian 2007).

2. Emittenten

In diesem Kapitel werden kurz die branchenspezifische Bedingungen und die in den einzelnen Branchen populärsten Instrumente dargestellt. Da die Anforderungen der Aufsichtsbehörden und Ratingverfahren sehr umfangreich sind, werden diesen Themen die Kapitel 4 und 5 gewidmet. Diese Thematik ist insbesondere für Banken und Versicherer relevant. Daneben spielt das Rating auch für Unternehmen eine enorm große Rolle.

2.1. Banken und Versicherer

Die Banken und Versicherer waren die ersten, die diesen neuen Markt entdeckt haben. Wegen des permanenten Kapitalbedarfs loten sie ständig neue Bereiche aus und lassen dabei auch hybride Instrumente nicht außer Acht. Der steigende Wettbewerb sowie die Verschmelzung der internationalen Märkte verlangen eine Konsolidierung und Stärkung der Kapitalbasis. Der Grundpfeiler wurde aber erst mit Basel I und II gelegt, die den Banken klare und eindeutige Kapitalanforderungen auferlegt haben. Seitdem hat das Eigenkapital zunehmend an Bedeutung gewonnen und ist in das Zentrum der Interessen gerückt. Um den aufsichtsrechtlichen Normen zu genügen, müssen Banken jetzt größeren Wert auf Eigenmittel legen. Dies wird auch von den Ratingagenturen erzwungen, die durch ihre Ratingvorgaben die Finanzierungs-

kosten der Banken festlegen. Aufgrund ihrer Flexibilität und ihres Eigenkapitalcharakters sind Hybridkapital-Instrumente für diesen Zweck perfekt geeignet. Darüber hinaus eignen sich hybride Wertpapiere gleichzeitig als Währung-Hedge (Johannsen 2006). Wenn z.B. eine deutsche Bank eine Forderung in USD besitzt, kann sie eine hybride Anleihe in USD platziert. Dadurch erhöht sie gleichzeitig ihre Eigenkapitalquote und sichert sich gegen die Kurschwankungen USD/EUR ab. Da bei Banken und Versicherern die Aufsichtsanforderungen und Geschäftsabsicherung von primärer Bedeutung sind, treten andere potenzielle Ziele wie die Cashflow-Optimierung in den Hintergrund. Auf keinen Fall sind sie aber zu unterschätzen. Weitere bei diesen Institutionen relevante Vorteile bestehen in Erhöhung der Eigenkapitalrendite sowie der Erhaltung des Stimmrechtsverhältnisses.

Bei der Gestaltung der Instrumente richten sich Banken hauptsächlich nach den Anforderungen der Finanzaufsicht. Diese werden in Kapitel 5 besprochen.

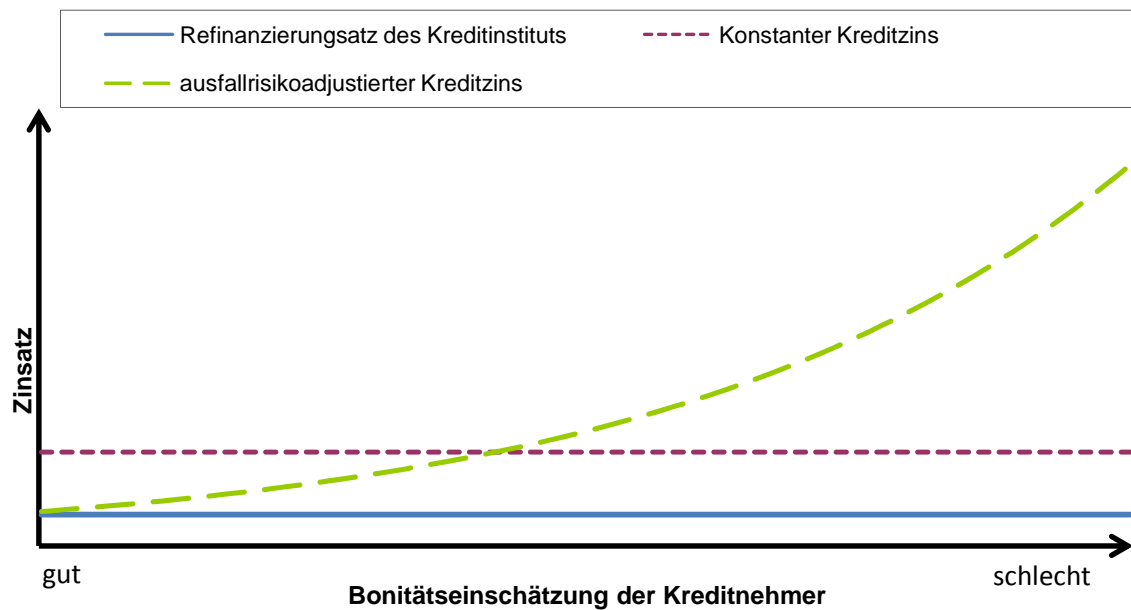
Banken und Versicherer orientieren sich vor allem an Hybrid-Anleihen und Genussscheinen (Goedeckemeyer 2006). Wegen der Umstellung auf die IAS in der Bankenindustrie drohen aber letztere bedeutungslos zu werden. In diesem Punkt sind sich die Experten nicht einig, da Genussscheine weiterhin aufsichtsrechtlich als Eigenkapital behandelt werden (Handelsblatt 2004). Beide Kapitalinstrumente werden entweder auf dem OTC oder öffentlichem Markt platziert. Das Handelsvolumen beträgt zwischen 50 Mio. EUR und 2 Mrd. EUR.

2.2. Große Unternehmen

Große Unternehmen können sich direkt am Markt über Hybridanleihen finanzieren, wenn sie aufgrund ihrer Größe die Kosten einer Emission selbst tragen können. Obwohl sie auf Finanzvermittler nur begrenzt angewiesen sind, können sie auf deren Hilfe und Beistand nicht komplett verzichten. Die Motivation ist jedoch eine andere als bei den Banken. Wie bei den Banken ist auch hier eine Regulierung durch Basel II unausweichlich. Diese wirkt jedoch durch andere Mechanismen. In der Vergangenheit gab es keine einheitlichen Regeln, wie die Banken Kredite vergeben durften. Deswegen hingen Eigenkapital und Haftungsfähigkeit eines Unternehmens nicht mit den Kreditvorgaben und deren Kosten zusammen. Das Subventionieren schlechter Kredite mit guten Krediten war sehr verbreitet. Seit die strengeren Regeln von Basel II in Kraft getreten sind, sind diese Praktiken nicht mehr attraktiv (Bösl/Sommer

2006; siehe Abbildung 1). Die kapitalschwachen Unternehmen bekamen höhere Kosten und restriktivere Kreditvorgaben zu spüren. Es wurde ein Anreiz zur Verbesserung der Bonität geschaffen - die Eigenkapitalquote gewann plötzlich an Bedeutung. Wie bei den Finanzinstituten, ist ein Trend hin zur Differenzierung der Kapitalquellen zu beobachten. Dies geschieht auf Grund des starken Drucks von Analysten und Ratingagenturen (Eyerma 2005).

Abbildung 1. Risikoadjustierter Kreditzinssatz nach Basel II



Quelle: Bösl/Sommer (2006)

Die immer schneller wachsende Konkurrenz auf den Weltmärkten zwingt die Unternehmen auf Innovationen, Forschung und Entwicklung zu setzen. Erst ab einer bestimmten Größe lassen sich entsprechende Strategien in die Praxis umsetzen. Wachstumspläne und Kapitalbedarf resultieren in steigendem Eigenkapitalbedarf. Die nach dem Jahr 2000 herrschende Rezession untergrub die finanziellen Fundamente von Unternehmen und verschlechterte deren Zugang zu Krediten. Aus diesem Grund begannen die Unternehmen sich nach anderen Kapitalquellen umzuschauen. Schlussendlich haben die Finanzmärkte selbst das Wachstum der hybriden Finanzprodukte begünstigt. Einerseits haben Verflechtung und Entwicklung der Märkte zu einer verbesserten Zugänglichkeit der Hybrid-Instrumente geführt. Der wichtigste Impuls kam jedoch von den zwischen 2001 und 2006 fallenden Zinsen (Frankfurth 2005). Die Fremdkapitalkosten sanken enorm. Obwohl fallenden Zinsen und schwache Konjunktur der Vergangenheit angehören, haben die oben genannten Faktoren gemeinsam die Weichen für die Marktentwicklung der *Corporate Hybrids* in Europa gestellt.

Mit geeigneter Produktgestaltung möchten Unternehmen zwei Ziele erreichen: Die Erhöhung des Eigenkapitals und somit eine Verbesserung der Bilanzstruktur sowie das Erfüllen der Anforderungen der Ratingagenturen. Dadurch erreichen sie zusätzlich weitere Ziele: Die Finanzierung des Geschäftes, eine Optimierung der WACC, eine Verbesserung des Ratings und somit eine Senkung der am Markt zu zahlenden Zinsen, die Verbesserung der Kreditkonditionen und einen besseren Zugang zu Krediten. Das Unternehmensmanagement begeht zu oft den Fehler, hybride Instrumente nur hinsichtlich der Kostenoptimierung der einzelnen hybriden Wertpapiere zu gestalten. Dabei wird außer Acht gelassen, dass durch entsprechende Instrumentgestaltung die Bedienung anderer Schulden gesenkt werden kann. Hierbei spielen Steuervorteile und die Einhaltung der Stimmrechtsverhältnisse eine große Rolle. Die Schließung der durch eine Übernahme entstandenen Kapitallücke oder die Finanzierung eines risikoreichen Projekts und die Streuung der damit verbundenen Unternehmensunsicherheit stellen immer häufiger die Grundlage für die Ausgabe von Hybridanleihen dar.

Wie bei Banken dominieren auch bei großen Unternehmen Genussscheine, Hybrid-Anleihen und nachrangige Anleihen. Ihre Konditionen richten sich aber nicht mehr nach den aufsichtsrechtlichen Anforderungen und weisen deswegen mehr fremdkapitalähnliche Eigenschaften auf.

2.3. Kleinere Unternehmen

Die überwältigende Mehrheit der Unternehmen ist zu klein um hybride Wertpapiere selbst zu begeben. Ihnen stand der Markt lange Zeit nicht offen und erst seit 2004, als der Vertriebsansatz entwickelt wurde, ergänzten hybride Instrumente ihre Finanzierungspalette. Die Motivation ist grundsätzlich die gleiche wie bei großen Unternehmen. Da für Mittelständler die Selbständigkeit von großer Bedeutung ist, scheint das hybride Kapital eine interessante Lösung zu sein, weil es die Anteile nicht verwässert. Weiterhin kommt es gelegentlich bei Nachfolgeregelungen zum Einsatz.

In Bezug auf den deutschen Mittelstand muss auf die relativ geringe Eigenkapitalquote der deutschen Unternehmen im internationalen Vergleich hingewiesen werden. Im Vergleich belegen die deutschen Mittelständler mit Eigenkapitalquoten von 20% bis 25% (Bösl/Sommer 2006) die letzten Plätze. Im Durchschnitt liegt diese Quote bei 30% bis 45%. Je enger die

internationalen wirtschaftlichen Beziehungen werden, umso schmerzhafter wird diese Schwäche. Diese Behauptung belegt eine Umfrage der WestLB (WestLB 2005), nach der 85% der mittelständischen Unternehmen eine Stärkung der Eigenkapitalbasis für „wichtig“ oder „sehr wichtig“ halten. Hybride Wertpapiere scheinen ein ideales Instrument dafür zu sein.

Der Hauptunterschied zwischen kleinen und großen Unternehmen liegt in der Art der genutzten Instrumente. Zum zugänglichen Spektrum gehören in erster Linie die von Banken und anderen Vermittlern angebotenen standardisierten Produkte in Form von direkten Beteiligungen, Genussscheinen oder nachrangigen Darlehen. Sie werden auch gelegentlich an die einzelnen Bedürfnisse des Unternehmens angepasst. In diesem Fall werden Konditionen mit dem betrachteten Unternehmen vereinbart. Für die Unternehmen ist diese Möglichkeit wenig attraktiv, da die Kosten - zwischen 12% und 18% - die Kosten von standardisierten Programmen (circa 10%) deutlich übersteigen (Frühauf 2007). Dazu kommen privat am Markt platzierte Instrumente. Sie sind mit Hilfe von spezialisierten Rechtskanzleien vorbereitet und werden den Anlegern direkt angeboten.

Welche Unternehmen Mezzanine-Kapital zu welchem Zweck einsetzen, kann der Tabelle 16 im Anhang entnommen werden.

3. Investoren

3.1. Chancen und Risiken

Aus Sicht der Investoren haben externe Faktoren die Entwicklung des Marktes für hybride Instrumente beeinflusst. Seit 2002 ist ein starker Rückgang der Zinsen und Spreads zu beobachten. Die herkömmlichen Anleihen brachten somit weniger Rendite, was den Erwartungen der Investoren nicht entsprach. Zudem scheinen sich die Präferenzen der Investoren in den letzten Jahren signifikant verändert zu haben. Wie die EZB in ihrem neuesten Financial Stability Review (EZB Juni 2007 – zitiert nach Handelsblatt 2007) hervorhebt, hat die Risikobereitschaft der Investoren zugenommen. Davon profitierten die hybriden Produkte, die gleichzeitig höhere Rendite und ein höheres Risiko aufweisen. Verallgemeinert besteht ein großer Vorteil der hybriden Wertpapiere in der Ausweitung des Risiko-Rendite-Spektrums. Mittels

dieser neuen Instrumente lassen sich neue Anlagestrategien verfolgen und andere Risikoprofile annehmen.

Das in einem Portfoliokontext unverzichtbare Diversifikationsargument kommt auch hier zum tragen. Die hybriden Wertpapiere weisen nur eine geringe Korrelation mit anderen Anlageklassen auf. Insbesondere liegt die Korrelation der Vorzugsaktien mit dem S&P500 fast bei Null (Goedeckemeyer 2006). Des Weiteren bieten hybride Wertpapiere die Chance zur Risikostreuung, da sie Investoren den Zugang zu Schuldverschreibungen kleiner und mittlerer Unternehmen ermöglichen. Wegen ihrer unzureichenden Größe waren diese Unternehmen früher auf den Kapitalmärkten nicht präsent. Schließlich lassen sich mit diesen Instrumenten durch eine Anpassung an die länderspezifischen Gegebenheiten Strategien zur Verringerung der Steuerlast verfolgen (FAZ 2005).

Diese neuen Instrumente sind allerdings nicht frei von Risiken. In erster Linie fehlt es an ausreichender Liquidität. Trotz einer raschen Entwicklung des Marktes beschwerten sich Analysten über geringe Volumina in mehreren Submärkten. Die Vielzahl der Ausgestaltungsmöglichkeiten verlangsamt die Marktentwicklung in bestimmten Segmenten. Weiterhin sind Aufschub- und *Principal-Write-Down*-Risiken¹⁰ für Investoren neu und deswegen schwierig zu bewerten. Die sehr begrenzten Ausstiegsmöglichkeiten zwingen Investoren, diese Instrumente in ihren Portfolien lange zu halten, nicht selten bis zur Fälligkeit. Wegen der oft langen Laufzeiten sind die Hybrid-Produkte nur für langfristige Investoren, wie Pensionsfonds, attraktiv. Des Weiteren wird beklagt, dass das Angebot an langfristigen Anleihen von Seiten des Staats zu gering sei, was eine geringere Verzinsung als die risikoadjustierten Renditen zur Folge hat. Deshalb begrüßen sie ein zunehmendes Angebot an langfristigen *Corporate Hybrid Bonds*. Hierbei ist ein Merkmal, welches für die Mehrheit der Investoren einen Nachteil darstellt, für andere vorteilhaft (FAZ 2006b).

Jeder Investor muss eine Vielzahl an Faktoren kennen, auf welche die Preise der hybriden Finanzprodukte besonders anfällig reagieren. Da die Auszahlungen vom Jahresüberschuss oder Cashflow abhängen, führt die Ankündigung einer Übernahme in der Regel zum einem heftigen Preisrutsch (FAZ 2006c), da die freien Mittel stärker ausgeschöpft werden. So sind beispielsweise die Kurse der hybriden Wertpapiere von Bayer nach dem Übernahmeangebot

¹⁰ *Principal-Write-Down*-Risiko: Falls der Emittent Verluste macht, wird der Nennwert um einen Teil von Verlusten verringert.

für Schering oder dem Gebot von Henkel für einige Marken von Procter&Gamble stark gesunken. Auch der Ausfall eines Instruments kann einen Schneeballeffekt auslösen. Wie hektisch Investoren teilweise reagieren, konnte man verfolgen, als Ende 2005 die Allgemeine Hypothekbank Reinboden (AHBR) den Nennwert ihrer Genussscheine um Verluste verringerte. Am diesen Beispiel kann man eine weitere Risikoquelle veranschaulichen. Obwohl die Verlustklauseln eindeutig formuliert zu sein schienen, kam es zum Streit zwischen AHBR und den Investoren. In welcher Höhe Investoren Verluste tragen mussten, wurde erst vor Gericht entschieden (FAZ 2006a). Ferner wirken sich auf Grund der Langfristigkeit Zinsschwankungen erheblich auf die Preise aus und machen diese Instrumente zu den volatilsten auf dem Anleihemarkt (Finanztest 2006). Schließlich führt eine Änderungen des Ratings zu heftigen Preisreaktionen. (FAZ 2006c).

Im Jahr 2004 begannen einige Banken verschiedene hybride Instrumente zu bündeln und zu verbiefen, wodurch sie ein neues Produkt schufen, das den Investoren interessante Vorteile gegenüber einzelnen hybriden Wertpapiere bietet. Nach Mitchell (2005) kann eine Reihe von Werttreibern der strukturierten Produkte identifiziert werden, die bei hybriden Finanzprodukten besonders relevant sind. Ein derartiges Pooling führt zu einer Risikostreuung, womit die Informationsasymmetrien der Investoren bezüglich der Qualität ihrer Forderungen relativiert wird. Da die besser informierten Investoren keine Möglichkeit mehr haben, die Rosinen herauszupicken, werden andere Investoren nicht vom Markt abgehalten. Außerdem können Investoren, die in bestimmte Anlageklassen explizit nicht investieren dürfen (z.B. *Non-Investment Grades*), sich hierdurch an BB oder schlechter gerateten Instrumenten beteiligen.

Die dreijährige Marktpräsenz lässt die ersten Urteile in Bezug auf Produkte zu. Erstens hat die Stundung der Zinsen durch Nici oder Schieder (Frühauf 2007) gezeigt, dass Stundung nicht nur eine rein theoretische Option ist. Weiterhin finden die Investoren Risikostreuung durch Pooling von circa 50 Mezzanine-Produkte unzureichend und verlangen ein breiteres Portfolio. Des Weiteren haben neue Beurteilungskriterien an Bedeutung gewonnen: z.B. wie groß der Grad der Diversifikation ist, ob der Emittent zuerst die Risiken ohne Vorbehalt auf die eigene Bilanz genommen hat, oder ob die unabhängigen Analysten das Instrument empfehlen. Hierdurch streben die Investoren nach einer Minimierung der Wahrscheinlichkeit ungünstiger Wertentwicklungen. Deswegen eignen sich Mezzanine-Programm Produkte nicht für jedes Unternehmen. In der Tabelle 3 sind die Mindestanforderungen zusammengefasst, die durch

Banken an Unternehmen gestellt werden. Unter dem Druck der Investoren kommt ihnen eine immer stärkere Gewichtung zu.

Tabelle 3. Die wichtigsten Auswahlkriterien bei Mezzanine-Produkten

Zur Umsetzung ausgewählter Ziel: Bilanzoptimierung und Wachstum bevorzugt; Neustrukturierung (<i>Turnarounds</i>), Sanierungsfälle, Venture Kapital ausgeschlossen
Mindestumsatzanforderungen (absolutes Minimum 10 Mio. EUR, häufig 25-50 Mio. EUR)
Etablierte Unternehmen mit mindestens fünfjähriger Historie
Transparente Unternehmensstruktur
Nur ab bestimmter Geschäftsphase einsetzbar (nicht sofort nach der Gründung)
Ausgewogenes Chancen-Risikoprofil
Qualifiziertes Management
Stabile Ertragsbasis (geringe Volatilität des Geschäftsverlaufs)
Ausreichendes internes oder externes Rating
Klare Strategie und Geschäftsmodell
Adäquates Finanz- und Rechnungswesen, offene Informationspolitik
Kein Wagniskapital

Quelle: ZEW Recherche, KfW (2005), Schuler (2006)

Analysten bei Fitch weisen darauf hin, dass die hybriden Wertpapiere wegen des hohen Risikos mit *High Yield* Anleihen konkurrieren (Kardee 2005). Sie beobachten auch, dass immer weniger Investoren bereit sind *Buy-and-Hold* Strategie zu verfolgen. Deswegen kann es für viele Investoren interessant sein, von Hybrid- zu *High Yield* Anleihen umzusteigen. Daher erwartet Fitch einen langfristigen Preisdruck auf hybride Finanzprodukte, der die Preise nach unten treiben kann.

3.2. Produktpalette

Die Anleger können je nach Größe Anlageprodukte aus einer breiten Palette wählen. Die kapitalmarktfähigen Instrumente umfassen *Tier I* Anleihen, *Corporate Hybrid Bonds*, nachrangige Instrumente und Genussscheine. Die ersten drei sind aber fast ausschließlich für institutionelle Investoren zugänglich. Der Mindestanlagewert sowie die häufige Platzierung auf dem OTC Markt beschränken das Angebot auf große Marktteilnehmer. Trotzdem können Genussscheine und die Instrumente, die von mittelgroßen Unternehmen begeben werden, auch von Kleinanlegern gekauft werden.

Zu den handelbaren Instrumenten werden auch Mezzanine-Fonds gerechnet. Darunter sind verbrieft Portfolien an Investitionen in Unternehmen zu verstehen, welche direkt den Mezzanine-Finanzierungsprogrammen entsprechen. Sie werden sowohl von Banken als auch von anderen Finanzunternehmen angeboten. Die Mehrzahl derartiger Instrumente richtet sich ausschließlich an institutionelle Investoren und wird auf dem OTC Markt verkauft. Allerdings gibt es eine Reihe von Produkten, die Kleinanlegern offen stehen.

Alternativ stehen die nicht marktfähigen Produkten zu Verfügung. Es handelt sich hier um direkte Beteiligung (stille Beteiligung) oder private Platzierungen von Genussscheinen sowie Nachrangdarlehen. Diese können in der Form von Kaufverträgen weiterveräußert werden. Hierbei müssen aber mitunter Abschläge und lange Wartezeiten in Kauf genommen werden. Eine interessante Alternative bieten einige Fonds- und Beteiligungsvermittler, die sich als Vermittler zwischen den Investoren anbieten. Die Umweltbank verkauft Genussscheine, mit denen ökologische Investitionen finanziert werden (z.B. Solar- und Windenergie) und bietet ein Öko-Depot, aus dem erworbene Scheine verkauft werden können. Weder Umweltbank noch Fondsbetreiber garantieren aber den Verkaufspreis bzw. das Verkaufsdatum.

Institutionellen Investoren sind die Chancen und Risiken der hybriden Instrumente gut bekannt. Sie wissen damit umzugehen und sich entsprechend abzusichern, weswegen diese Anlagekategorie für sie ständig an Bedeutung gewinnt. Die bis zu zehnfachen Überzeichnungen von den zuletzt am europäischen Markt platzierten Emissionen lassen daran keine Zweifel. So wurden exemplarisch im Januar 2007 die Hybridanleihen von Wienerberger (Volumen 500 Mio. EUR) in weniger als 30 Minuten von den Investoren aus Frankfurt und Wien zehnfach überzeichnet (Donohue 2007). Den privaten Anlegern raten Experten dagegen, hybride Wertpapiere als mögliches Beimischungsinstrument zum Portfolio zu betrachten. Ihre Ratschläge stützen sie auf die Langlebigkeit der Papiere und ihre sehr hohe Volatilität. Schließlich empfehlen sie nur dann Geld in hybride Instrumente anzulegen, wenn die zukünftige Entwicklung des Wertes vorhersehbar ist.

3.3. Handelsplätze

Die kapitalmarktfähigen hybriden Finanzprodukte werden an den meisten großen europäischen Börsen gehandelt. Die Londoner Börse nimmt hierbei die Spitzenstellung ein, gefolgt

von der Frankfurter Börse. Ebenfalls locken die Handelsplätze in Paris, Madrid, Lissabon, Luxemburg, Zürich sowie Dublin Emittenten an. Die Tabelle 4 listet die auf den einzelnen Handelsplätzen verwendeten Kategorien auf.

Tabelle 4. Die wichtigsten Handelsplätze für hybride Instrumente in Europa

Handelsplatz	Kategorien, die die hybriden Produkte umfassen
London	1) Eurobonds 2) Preference Stocks 3) Medium term notes 4) Exchangeable redeemable preference stocks 5) Debenture
Frankfurt	1) Tier I Anleihen 2) Genussscheine 3) Wandel/Optionsanleihen 4) Strukturierte Anleihen (Hybride Anleihe)
Euronext (Paris, Amsterdam, Lissabon, Brüssel)	1) convertibles 2) corporate bonds und andere die sich überschneiden
Swiss Exchange	1) convertibles 2) structure product bonds 3) floater oder A) Wandelanleihen B) andere Anleihen
Luxemburg	keine klaren Kategorien
Wien	
Stuttgart	

Quelle: ZEW Recherche

In Deutschland muss noch die Börse Stuttgart Erwähnung finden, an der vor allem Genussscheine gehandelt werden. Bedauerlicherweise unterscheiden die größten Börsen nicht eindeutig zwischen den verschiedenen Schuldnerpapieren, weswegen hierzu die Umsatzdaten fehlen. Die in diesem Kontext relevanten Daten sind entweder dem „European Mezzanine Review“ oder der Datenbank „Incisive Financial Publishing“ zu entnehmen.

Neben dem regulierten Markt werden hybride Wertpapiere auch auf dem OTC Markt gehandelt, auf dem institutionelle, aber teilweise auch private Anleger agieren. Die Letztgenannten bedürfen hierzu allerdings einer Vermittlung durch Banken (z.B. Umweltbank – siehe Kapitel 3.2) Alternativ können sie selbst nach potenziellen Käufern suchen. Nichts desto trotz spielt der OTC Markt bei Kleinanlegern nur eine geringe Rolle.

4. Ratingagenturen und internes Rating der Banken

Bei Ratingverfahren nutzen Ratingagenturen eine Reihe von Kennzahlen und Faktoren, um eine richtige Beurteilung zu fällen. Obwohl das Eigenkapital wichtig ist, sollte dessen Rolle nicht überschätzt werden. Sicher ist aber, dass die Eigenkapitalquote das Rating beeinflusst. Da hybrides Kapital auch Merkmale des Eigenkapitals besitzt, steuert es etwas zur Verbesserung des Ratings bei. Die Unternehmen, die diese Chance ausnutzen wollen, müssen die Einstufung ihrer hybriden Instrumente beachten. Falls sie sich nicht direkt nach den Kriterien der Ratingagenturen richten, ist es leicht, dieses Ziel zu verfehlen. In diesem Abschnitt werden die Regeln und Vorgehensweisen der drei wichtigsten Ratingagenturen sowie der in der Initiative Finanzstandort Deutschland zusammengeschlossenen deutschen Banken geschildert.

4.1. Standard & Poor's

4.1.1. Einfluss auf Emittentenrating

Die Analysten von Standard & Poor's versuchen zu erfassen, in wieweit ein hybrides Instrument dem Eigenkapital entspricht, um es im Rating gerecht zu berücksichtigen. Sie listen vier Kriterien auf, die besonders relevant sind (Zsiga 2006). Ähnlich wie beim Eigenkapital wird erwartet, dass das Instrument:

1. keine bestimmte Laufzeit oder Verpflichtung zur Rückzahlung hat,
2. einen Puffer für Gläubiger des Unternehmens im Verlustfall bietet,
3. keine Zahlungen aus dem laufenden Geschäft verlangt, die zur Insolvenz des Emittenten führen können,
4. darüber hinaus sollten diese Merkmale dauerhaft erfüllt werden.

Tabelle 5 fasst relevante Aspekte zusammen.

Die S&P-Analysten prüfen dabei vor allem, ob eine Möglichkeit zur Stundung vorliegt und/oder der Kontrakt von unendlicher Laufzeit ist und binden ihre Entscheidung daran. Um eine große Eigenkapitalnähe zu erreichen, muss ein Instrument alle typischen Annahmen hinreichend erfüllen und entweder diese Dauerhaftigkeit oder eine Stundungsmöglichkeit aufweisen.

Tabelle 5. Rating Kriterien von Standard&Poor's

Merkmals	Eigenkapital	entsprechende Eigenschaften des hybriden Kapitals	Typische Annahme von S&P
Auszahlung aus dem laufenden Geschäft	keine Pflicht	Aufschub des Coupons (optional, pflichtig, zwangsläufig), ACSM	Aufschub kein rechtlicher Ausfall, no <i>cross-default</i> Sofortige Stundung für >5 Jahre, Dividendenverbot möglich
Laufzeit/Fälligkeit	Unendlich	Call/Rückkauf – Option Fälligkeit	kein <i>Call</i> bei Steuergesetzesänderung
Puffer für Gläubiger	volle Haftung	Nachrangigkeit	-
Dauerhaftigkeit	Unkündbar	<i>Step-up</i> und Anreize zu Rückkauf Steuer- und Buchungsbehandlung <i>Replacement</i> Bestimmung	kein <i>Step-up</i> , <i>Call</i> erst nach 5 Jahren, steuerabzugsfähig, keine Abfindung für Investoren wegen Steueränderung

Quelle: Zsiga (2006), S&P (2006)

Pragmatisch gesehen geht S&P davon aus, dass geringe Kosten eine Voraussetzung für die Dauerhaftigkeit ist. Deswegen schwächen *Step-ups* dieses Merkmal. Allerdings kann die *Replacement Language* den daraus resultierenden Schaden begrenzen oder, wenn eine rechtliche Verbindlichkeit besteht, ausgleichen. Aufgrund der öffentlich verfügbaren Informationen schätzen die Analysten die Wahrscheinlichkeit, dass das Instrument vorzeitig zurückgekauft wird. Sie vertreten dabei die Auffassung, dass eine Laufzeit von 25 Jahren das absolute Minimum ist, um einem Instrument einen hohen Eigenkapitalähnlichkeit zuzuordnen. Der Anteil der hybriden Instrumente am Gesamtbuchwert ist auf 15% begrenzt. Anteile über 15% erhöhen die Eigenkapitalkennzahlen nicht.

Anhand der oben geschilderten Kriterien werden dem Instrument drei Kategorien zugeordnet:

- Hoch – umfasst Eigenschaften, die das laufende Rating verbessern. Dazu zählen typische Pflichtkomponenten in Bezug auf den Aufschub von und die Umwandlung in Vorzugsaktien.
- Mittel – „*Prefers*“, die von 30-jährigen Papieren mit einer Mindeststundung von 5 Jahren bis zu endlosen Instrumenten mit nichtkumulativer Stundung reichen.
- Gering – wird an Instrumente vergeben, die eine geringe oder fragliche Dauerhaftigkeit besitzen und deren Kosten oder Umwandlung für Emittenten unattraktiv sind.

Der Einstufung identischer Instrumente hängt aber auch vom Unternehmen ab. Wegen des möglichen Hebels, des Aufsichtseinflusses und der speziellen Rolle für die Marktfinanzierung gelten für Finanzanbieter andere Regeln als für alle anderen Unternehmen. Die S&P Analysten bemühen sich, ihre Beurteilungen mit den Beurteilungen der Aufsichtsbehörden in Einklang zu bringen.

Hybride Wertpapiere gehen in die Ratingberechnung ein, weil sie die Eigenkapitalquote beeinflussen. Wie dieser Einfluss berücksichtigt wird, zeigt Tabelle 6. Darüber hinaus dienen die Eigenschaften der hybriden Instrumente auch als Input für die Berechnung anderer Kennzahlen.

Tabelle 6. Anrechnung der hybriden Instrumente als Eigenkapital nach Standard&Poor's

Eigenkapitalkategorie		Unternehmen (corporates)	Finanzinstitutionen	Beispiel
Hoch		Völlig als Eigenkapital eingerechnet	bis 35% ATE* oder bis 25% TAC*	kurzfristige, obligatorisch umwandelnde Papiere (<3 Jahre), hybride Wertpapiere von hoher Qualität mit erfolgsabhängigem Coupon
Mittel	Intermediate/ Strong	50%/50%	bis 35% ATE* oder bis 25% TAC*	endlose „ <i>prefers</i> “ <i>Tier I</i> Instrumente (undated, defferable) langfristige Instrumente der Versicherer mit Stundung (>20 Jahre Restlaufzeit)
	Adequate		bis 35% ATE* oder bis 25% TAC*	Meistens Ergänzungskapital 1/2 (<i>Upper Tier II</i> – UT2) Zeitlich begrenzte „ <i>prefers</i> “ Instrumente der Versicherer mit Stundung und Restlaufzeit <20 Jahre
Gering		Völlig als Fremdkapital eingerechnet	weder zu ATE* noch TAC* eingerechnet	hybride Wertpapiere mit festgelegter Laufzeit <5 Jahre <i>Auction-prefers</i> Nachrangige Instrumente ohne Stundung mit Put-Option

* interne Kennzahlen von S&P
Quelle: Zsiga (2006), S&P (2006)

4.1.2. Rating des hybriden Instrumentes

Im Ratingverfahren von Standard&Poor's wird das Rating des Unternehmens (*Issuer Credit Rating* – ICR) als Ausgangspunkt genutzt (S&P 2006). Es drückt allgemein die Fähigkeit des Unternehmens aus, seinen Verbindlichkeiten nachzukommen. In einem weiteren Schritt werden die instrumentspezifischen Eigenschaften und die daraus resultierenden Risiken in Betracht gezogen. Weiterhin wird das Rating der Instrumente auch durch die Erholungschancen im Falle der Insolvenz oder des Ausfalls beeinflusst. S&P gibt Nachrangigkeit, Stundungsmöglichkeit und ACSM als die entscheidenden Elemente an, welche die Entwicklungsmöglichkeiten steuern.

Die Nachrangigkeit der hybriden Wertpapiere bildet eine zusätzliche Risikoquelle für Investoren, weil dadurch die Erholungschancen beeinträchtigt werden. S&P unterscheidet nicht zwischen verschiedenen Stufen der Nachrangigkeit und zieht vom *Issuer Credit Rating* (ICR)

*Notches*¹¹ ab: für Emittenten mit *investment-grade* einen *Notch*, für Emittenten mit *Speculative-Rating* zwei *Notches*. Der Erfahrung nach schneiden alle nachrangigen Instrumente im Insolvenzfall ähnlich ab. Weiterhin erhöht die Stundungsmöglichkeit das Risiko. S&P unterscheidet zwischen optionalem (*optional*), obligatorischem (*mandatory*) und regulatorischem (*regulatory*) Aufschub. Je nach dem welche Optionen vorliegen und wie sie miteinander kombiniert werden, werden weitere *Notches* abgezogen. Ausschlaggebend ist der gemeinsame Einfluss der kombinierten Möglichkeiten. Wenn die Analysten glauben, dass die Stundung in absehbarer Zukunft sehr unwahrscheinlich ist, wird nur ein *Notch* abgezogen. Das gilt sowohl für Unternehmen mit als auch für Unternehmen ohne *Investment Grade*. Falls neben der optionalen Stundung auch die obligatorische festgeschrieben ist, deren Bedingungen die Stundung wahrscheinlich machen, muss ein zusätzlicher *Notch* abgezogen werden. Wenn aber die Konditionen der obligatorischen Stundung diese eher unwahrscheinlich macht, erhöht diese Option das Risiko nicht weiter. Bei regulierten Finanzinstituten hat die zusätzliche (obligatorische) Stundungsmöglichkeit neben der optionalen keinen Einfluss auf das Rating, solange die Grenzen den aufsichtsrechtlichen Anforderungen entsprechen. Obwohl einige Emittenten der Meinung sind, dass ACSM die Aufschuboption ausgleicht, zeigt sich S&P eher skeptisch (S&P 2007). Nur in Sonderfällen lassen sie es zu, keinen *Notch* wegen ACSM abzuziehen. In solchem Fall wäre es höchst problematisch den Eigenkapitalcharakter der Instrumente anzuerkennen. Allerdings verlieren hybride Finanzprodukte in der Regel wegen optionaler Stundung einen *Notch* und einen weiteren wegen pflichtiger Stundung. Wenn im Notfall der Emittent mit Staatshilfe rechnen kann, ändert sich das ursprüngliche ICR. Somit verbessert sich auch gleichzeitig das Rating des Wertpapiers.

Die Instrumente, deren Stundung S&P in nächster Zukunft erwartet wird, bekommen ein C Rating. Die Wertpapiere, deren Auszahlungen bereits aufgeschoben wurden, werden unter der Kategorie D eingestuft. Bei Instrumenten mit ACSM gibt S&P den Emittenten 30 Tagen bis zur Herabstufung, um mittels dieser Mechanismen Verpflichtungen zu erfüllen.

Zusammenfassend strebt S&P mit seinem Rating an, zusätzliche Risiken neben den Emittentenrisiken zu erfassen. Dies sind vor allem Nachrangigkeit und Stundungsmöglichkeit. Gleiche Optionen können zu verschiedenen Rankings führen, da sie auf verschiedene Weise das

¹¹ Ein *Notch* ist Teil der Ratingsstufe, 3 *Notches* bilden eine ganze Stufe.

Ausfallrisiko beeinflussen. Das hängt entweder von der Unternehmenslage (bei Nachrangigkeit) oder von der Branche (bei Stundung) ab.

4.2. Fitch

4.2.1. Einfluss auf Emittentenrating

Die Ratingagentur Fitch hat ein mehrstufiges Verfahren entwickelt, um den Eigenkapital-Anteil zu ermitteln. Jedes Instrument wird einem der folgenden Körbe zugeschrieben: Korb A bedeutet 100% Eigenkapital und 0% Fremdkapital, Korb B – 75% Eigenkapital und 25% Fremdkapital, Korb C – 50% Eigenkapital und 50% Fremdkapital, Korb D – 25% Eigenkapital und 75% Fremdkapital und Korb E – 0% Eigenkapital und 100% Fremdkapital. Fitch erlaubt es, höchstens 30% des Kern-Eigenkapitals mit hybriden Wertpapieren zu decken, wobei die Berechnung des Kernkapitals branchenabhängig ist. Für Finanzanbieter gelten die Grenzen und Regeln der Finanzaufsicht (Fitch 2006).

Tabelle 7. Weak Line Ansatz von Fitch Ratings

Entscheidungsstufe	Pfad	
Stufe 1: Bestimmung des Pfades	Pfad/Trace A (Charakter vor allem durch Umwandlungsoption bestimmt)	Pfad/Trace B (Charakter durch Nachrangigkeit und Stundungsmechanismus bestimmt)
Stufe 2	Art der Option	Fähigkeit Verluste aufzufangen
Stufe 3	Fähigkeit Verluste aufzufangen	Dauerhaftigkeit/Fälligkeit
Stufe 4	Fähigkeit laufende Zahlungen zu vermeiden	Covenants und andere Merkmale
Stufe 5	Covenants und andere Merkmale	

Quelle: Fahey/Bright/Barile (2006)

Bei der Zuordnung wird einer von zwei Wegen verfolgt (Fahey/Bright/Barile 2006). Bei jedem Schritt kann ein Instrument seine Einstufung entweder beibehalten oder sich verschlechtern – niemals verbessern. Laut Fitch sichert dieser „Weak Line“ Ansatz die gerechte Einstufung. Wenn der Charakter vor allem durch eine Umwandlungsoption bestimmt ist, werden nacheinander die Art der Option, die Fähigkeit Verluste aufzufangen (*Loss Absorption*), die Fähigkeit laufende Zahlungen zu vermeiden und am Ende die *Covenants* und andere Merkmale geprüft. Falls aber die Zusammensetzung von Nachrangigkeit und Stundungsmechanismus ausschlaggebend ist, ist ein anderer Weg zu verfolgen. Geprüft werden: die Fähigkeit Verluste

aufzufangen (*Loss Absorption*), die Dauerhaftigkeit/Fälligkeit und zum Schluss die *Covenants* und andere Merkmale. Das Verfahren ist in Tabelle 7 zusammengefasst.

Wie bei S&P gehört die Eigenkapitalquote zu mehreren Kennzahlen, die erst gemeinsam das Rating bestimmen. Für Beispiele zur Berechnung des Kernkapitals mit Berücksichtigung von hybriden Wertpapieren siehe Fahey/Bright/Barile (2006).

4.2.2. Rating des hybriden Instrumentes

Für den Fitch-Ratingansatz sind die Erholungsperspektiven von besonderer Bedeutung. Deswegen schlagen sich die Stundungsoptionen nicht direkt in einer Notch-Herabstufung nieder. Die betrachteten Bezugsgrößen sind *Issuer Default Rating* (IDR) und *Recovery Rating* (RR). Das IDR gibt das Rating des Emittenten an, welches als Ausgangsrating dient (Fitch 2006). Das RR ordnet ein Instrument einer bestimmten Erholungsklasse (RR1 – 91-100% Erholungswahrscheinlichkeit, ..., RR6 – 0-10% Erholungswahrscheinlichkeit) zu. Welche Einordnung ein hybrides Instrument bekommt, hängt von dessen Eigenschaften ab. Im weiteren Verlauf wird das IDR in Abhängigkeit vom RR angepasst. Bei hybriden Finanzinstrumenten, die meistens RR6 bekommen, sieht es folgendermaßen aus: wenn das IDR *Investment Grade* hat, verliert das Instrument einen bis zwei *Notches*, wenn das IDR *Non-Investment Grade* hat, verliert das hybride Instrument zwei bis drei *Notches*. Die genaue Entscheidung hängt von der Kapitalstruktur des Emittenten ab. Wenn ein Emittent mit BBB Rating keine RR5 Verpflichtungen hat, wird das hybride Wertpapier nur um einen *Notch* herabgestuft. Sonst werden zwei *Notches* abgezogen. Obwohl den Stundungsklauseln nur wenig Bedeutung zukommt, können sie zu einer Änderung des Ratings – meistens eine Verschlechterung in bestimmten Fällen – führen. Am häufigsten passiert dies, wenn Auszahlungen aufgeschoben wurden oder die Wahrscheinlichkeit dafür besonders hoch ist.

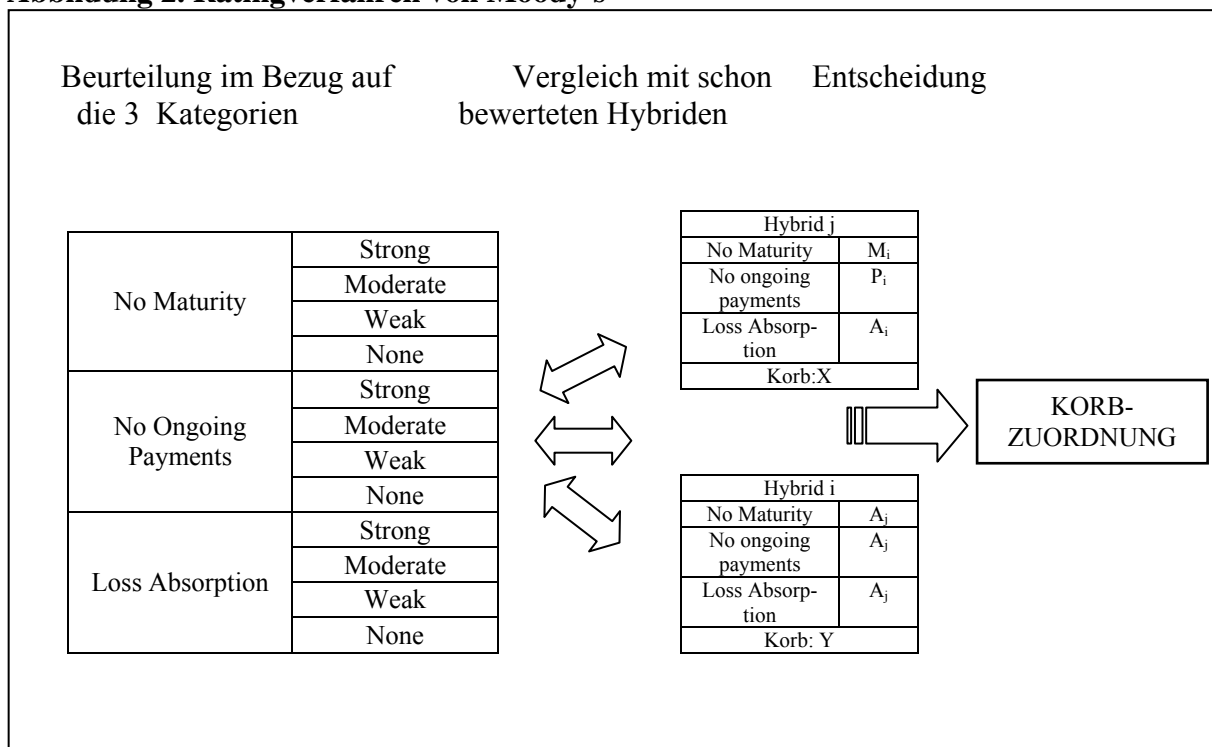
4.3. Moody's

4.3.1. Einfluss auf Emittentenrating

Moody's war die erste Agentur, die hybriden Wertpapiere bewertet hat. Das New Instrument Committee (NIC) - ein interner Ausschuss von Moody's - klassifiziert alle Instrumente. Jedes Instrument wird einem von fünf Körben zugeordnet: Korb A bedeutet 100% Eigenkapital und

0% Fremdkapital, Korb B – 75% Eigenkapital und 25% Fremdkapital, Korb C – 50% Eigenkapital und 50% Fremdkapital, Korb D – 25% Eigenkapital und 75% Fremdkapital und Korb E – 0% Eigenkapital und 100% Fremdkapital. Die Entscheidung ob und inwieweit diese Korb-Einstufung in das Rating einzubeziehen ist trifft der Analyst selbst. Moody's sieht keine feste Obergrenze für hybrides Kapital an der Eigenkapitalquote vor, trotzdem werden bestimmte Größen als vernünftig angesehen - in Anlehnung an die Vorschriften und Grenzen der Finanzaufsicht: 15% bis 20% des Eigenkapitals.

Abbildung 2. Ratingverfahren von Moody's



Quelle: Moody's (2005), Frey (2007)

Die folgenden drei Bezugsgrößen dienen zur Durchführung der Zuteilung. Das NIC prüft Instrumente hinsichtlich ihrer Fälligkeit (*No Maturity*), der Zahlungen aus dem laufenden Geschäft (*No Ongoing Payments*) und ihre Fähigkeit Verluste aufzufangen (*Loss Absorption*). In jeder Kategorie erhält ein zu bewertendes Instrument eine Note: *None*, *Weak*, *Moderate* oder *Strong*. Danach wird es durch einen Vergleich mit schon bewerteten hybriden Wertpapiere eingestuft.

Dieses Verfahren wird sowohl bei Banken und Versicherern als auch bei anderen Unternehmen angewandt. Die Übersetzung der Eigenschaften in Noten ist jedoch von der Art des Unternehmens abhängig. Moody's trifft hier unterschiedliche Entscheidungen, je nachdem in

welchem Bereich das Unternehmen tätig ist. Im Jahr 2005 hat Moody's sein Verfahren überprüft und aufgrund der fünfjährigen Erfahrung verbessert. Die Tabelle 17 im Anhang enthält Muster, nach denen die gängigsten Instrumente eingestuft werden.

Tabelle 8. Hauptfaktoren im Ratingverfahren von Moody's

Kategorie	Ausgestaltung	Note*
No Maturity	Cash Call, undated (corporates)	Weak
	Cash Call, undated, (banks and insurers)	Moderate
	Cash Call, undated, Replacement language	Moderate
No Ongoing Payments	Mandatory deferral, non-cumulative	Strong
	Mandatory deferral, stock settled (ACSM)	Strong
	Optional deferral, non-cumulative	Moderate
Loss Absorption	Preferred securities	Strong
	Subordinated debt (deep)	Strong
	Subordinated debt	Moderate

*Nur bei Unternehmen mit Investment Rating.

Quelle: Moody's (2005), Frey (2007)

4.3.2. Rating des hybriden Instrumentes

Im November 2000 hat Moody's ein Ratingsystem eingeführt, das auf der Beurteilung jedes einzelnen Instruments im Rahmen der Kapitalstruktur des Unternehmens basiert (Moody's 2006). Ähnlich wie bei S&P ist das Rating des Emittenten der Ausgangspunkt. Die nachrangigen und tief nachrangigen Wertpapiere von mit Ba2 oder höher gerateten Unternehmen verlieren nur einen *Notch*. Vorzugsaktien (*Preferred Stocks*) werden um zwei *Notches* herabgestuft. Ist das Rating des Emittenten schlechter als Ba2, werden bei nachrangigen Instrumenten zwei *Notches*, bei tief nachrangigen Instrumenten drei *Notches* und bei *Preferred Stocks* drei oder vier *Notches* abgezogen.

2006 hat Moody's sein Verfahren weiterentwickelt und ein auf *Loss Given Default*-Schätzungen (LGD) basierendes System vorgeschlagen. Der *Loss Given Default* spiegelt den Verlust im Insolvenzfall wider. Um im Rahmen dieses Systems das Stundungsrisiko zu berücksichtigen, wird zuerst die Stundungswahrscheinlichkeit in Abhängigkeit vom Ausfallsrisiko des Emittenten berechnet. Weiterhin werden der erwartete LGD bei Emittentenausfall mittels der Ausfallwahrscheinlichkeiten und der LGD bei Stundung anhand der Stundungswahrscheinlichkeiten berechnet. Zum Schluss werden diese zwei Größen addiert und daraus das Hybridrating berechnet. Zusätzliche Eigenschaften können durch erhöhte Wahrchein-

lichkeiten berücksichtigt werden. Ende 2006 hat Moody's dieses Verfahren den Marktteilnehmern vorgestellt und um Anregungen gebeten.

4.4. Initiative Finanzstandort Deutschland

Die im Jahr 2003 ins Leben gerufene „Initiative Finanzstandort Deutschland“ ist ein Zusammenschluss von deutschen Banken, Versicherern, Börsen und anderen Finanzanbietern, die sich das Ziel gesetzt haben, den deutschen Finanzmarkt zu stärken. Im Rahmen der gemeinsamen Arbeit wurde ein Arbeitskreis „Mittelstandsfinanzierung“ gegründet. Dieser hat untersucht, welche Kriterien Mezzanine-Instrumente erfüllen müssen, um im Ratingverfahren der Mitglieder ratingverbessernd zu wirken und/oder als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt zu werden. Dadurch sollte Klarheit darüber geschaffen werden, wie angebotene Instrumente durch andere Finanzanbieter beurteilt werden. Grundsätzliches Ziel war es, Gewissheit darüber zu erlangen, ob das bei einer Bank aufgenommene Kapital auch bei anderen Banken als wirtschaftliches Kapital anerkannt wird oder nicht. Sollte dies nicht der Fall sein, wäre eines der wichtigsten Ziele verfehlt. Dieses Bedenken haben mehrere Unternehmen von Mezzanine-Instrumenten abgeschreckt und dadurch die Marktentwicklung gebremst.

Tabelle 9. Hauptfaktoren im Ratingverfahren nach IFD

Kriterium	Mindestanforderung
Langfristigkeit	Laufzeit 5 bis 7 Jahre, Restlaufzeit Mindestens 1 bis 2 Jahre, bei einigen Mitglieder der IFD muss sie die Restlaufzeit bestehender Kredite übersteigen
Kündigungsrechte	Nicht für den Kapitalgeber, keine <i>Covenants</i> die Kündigungen ermöglichen, Wechselklausel und Kündigung wegen der Verletzung von Informationspflichten erlaubt,
Nachrangigkeit	Zumindest im Insolvenzfall, betrifft Nennwert (oft auch Zinsen), darf nicht besichert sein
Stundung	Teilweise oder voll, wenn der Emittent in eine Krise stürzt (<i>Cure Periods</i> , erfolgsabhängig)
Verlustteilnahme	Minderung des Nennwerts

Quelle: Die Bank (2007)

Naturgemäß standen insbesondere die von Mittelständlern genutzten Instrumente im Zentrum der Untersuchung: nachrangige Darlehen, Genussscheine, und stille Beteiligung (Die Bank 2007). Der Ausschuss nannte drei Kriterien, die bei der Aufnahme von Mezzanine-Instrumenten relevant sind: Langfristigkeit, Kündigungsrechte sowie Nachrangigkeit. Alle

Kriterien müssen gleichzeitig erfüllt sein. Tabelle 9 gibt gängige Mindestanforderungen und zusätzliche Kriterien an, die einen größeren Eigenkapitalgehalt erlauben:

Der Arbeitskreis hat festgestellt, dass interne Ratings unabhängig von der bilanziellen Einordnung der Instrumente erfolgen. Unternehmen sollten sich deshalb an den Kriterien der Geldinstitute orientieren.

4.5. Endogenitätsproblem bei hybriden Wertpapieren

Moody's hat darauf hingewiesen (Moody's 2006), dass die Aufnahme von hybriden Wertpapieren die Charakteristika eines Unternehmens beeinflusst. Explizit erwähnt ist die Ausfallwahrscheinlichkeit (*Probability of Default*), die durch die Aufnahme vom hybriden Kapital direkt beeinflusst werden kann. Somit lässt sich eine gegenseitige Verknüpfung feststellen, da die Ausfallwahrscheinlichkeit sich wiederum auf die Auszahlungen des Unternehmens und damit auf die Bewertung des Instruments auswirkt. Mit einem solchen Instrument kann Kapital zu günstigen Konditionen beschafft werden, denn dessen positiver Einfluss ist in den Preis schon einkalkuliert.

Die IKB Deutsche Industrie Bank AG hat 420 Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes in Deutschland untersucht, um genauer zu überprüfen, welchen Einfluss Mezzanine-Instrumente auf ein Unternehmen ausüben (Guthoff 2006). Zwar weisen Unternehmen, die Mezzanine-Instrumente aufgenommen haben, eine geringere Eigenkapitalquote aus und sind trotz der Aufnahme nicht im Stande, diese Kapitallücke zu schließen. Ihre Bilanzsummen wachsen jedoch wesentlich schneller als bei Vergleichsunternehmen (ohne derartige Instrumente). Mit dem frischen Kapital finanzieren sie meistens neue Investitionen, weswegen sie sich schneller entwickeln als ihre Wettbewerber. Die IKB hat auch Belege für die These gefunden, dass Mezzanine-Instrumente helfen, die WACC zu senken. Die sich mit Mezzanine-Instrumenten finanzierenden Unternehmen haben einen niedrigeren Zinsaufwand, wenngleich der Zinsdeckungsgrad sich nicht signifikant von anderen Unternehmen unterscheidet. Die Analysten sehen darin die Fähigkeit dieser Unternehmen, mehr Cash Flows zu generieren. Auch die Erfolgsgrößen, insbesondere die EBITDA-Quote, scheinen diese Tendenz zu bestätigen. Das EBITDA der mit Mezzanine-Instrumenten finanzierten Unternehmen wuchs schneller als bei Vergleichsunternehmen.

Allerdings hat die IKB keine statistischen Belege dafür gefunden, dass die Mezzanine-Instrumente das Rating verbessern. Die Untersuchung basiert auf Daten aus den Jahren 2002 bis 2004. Damals waren Mezzanine-Produkte eher unbekannt und die Banken hatten mit deren Berücksichtigung gerade erst begonnen. Werden Mezzanine-Wertpapiere zur Investitionsfinanzierung in einer Mischung eingesetzt, verlängern sie auch die Bilanz. Im Endeffekt bleibt die Eigenkapitalquote auf dem gleichen Niveau. Die nur auf Kennzahlen basierenden Ratings waren nicht im Stande solche Zusammenhänge richtig zu berücksichtigen.

Aufgrund dieser Analyse stellt sich die Frage, ob ex ante Ratings und die gleichzeitige Bewertung der Instrumente nicht unterschätzt werden, weil der ex post Einfluss nicht berücksichtigt wird. Die Ergebnisse dieser Studie können natürlich nicht auf alle Unternehmen und Finanzanbieter verallgemeinert werden, bieten aber einen ersten Denkanstoß und den Anreiz weitere Forschung zu betreiben.

4.6. Ratingagenturen - Zusammenfassung

Wenn Unternehmen mit Mezzanine-Instrumenten ihr Rating verbessern wollen, müssen sie die Anforderungen der bewertenden Agenturen oder Institute beachten. Dabei sind weder IRS noch HGB letztlich verbindlich. Obwohl sie sich in mehreren Punkten ähneln, sind beide von einander unabhängig. Die Kriterien der Ratingagenturen sind nicht sehr restriktiv, bieten viel Raum für eigenständige Entscheidung der Analysten, ändern sich mit zunehmender Erfahrung, und passen sich den aktuellen Bedingungen an. Weiterhin werden an Finanzanbieter strengere Anforderungen gestellt als an andere Unternehmen. Deswegen dürfen die Standards der Berichterstattung nicht mit denen des Ratingverfahrens gleich gesetzt werden. Dies bildet ein separates Kapitel der Beurteilung von hybriden Finanzprodukten.

Hybrid-begebende Unternehmen würden einheitliche Standards oder Rating-Einstufungen begrüßen. Leider gibt es keine derartigen Standards, jeder Analyst ist in seinen Entscheidungen frei. Obwohl mit der steigenden Zahl an Emissionen und der Verbesserung der Ratingtools Unternehmen mehr Erfahrung sammeln und die Entscheidungen der Agenturen übersichtlicher werden, wurde die Unsicherheit bezüglich des Ratingeinflusses nicht abgebaut.

Deswegen scheint es unwahrscheinlich, dass Ratingverbesserungen der Hauptgrund für die Aufnahme von Mezzanine-Kapital ist.

Die Ratingverfahren der einzelnen Ratingagenturen bieten den Investoren wichtige Hinweise auf Risikoquellen und Eigenschaften, die sie besonders sorgfältig analysieren sollten. Die Ratingagenturen sind sich diesbezüglich nicht einig und wählen ihre Schwerpunkte unterschiedlich. Trotzdem sollten alle Rating-Ansätze ernst genommen werden, da sie sich gegenseitig ergänzen. Beispielweise berücksichtigt der eher einfache Ansatz von Fitch die Kapitalstruktur des Emittenten sowohl direkt - über dessen Eigenkapitalquote – als auch indirekt über andere Kennzahlen.

5. Aufsicht

5.1. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

1988 hat die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) mit dem ersten Basler Abkommen (Basel I) die Weichen für identische Wettbewerbsregel für Banken gestellt. Damals wurden die Begriffe *Tier I - Core Capital* (Kernkapital) - und *Tier II Supplementary Capital* (Ergänzungskapital) - definiert sowie die Obergrenze für *Tier II* Kapital auf 50% festgelegt (BIS 1988, §14). Da in Basel I nur das Eigenkapital und die veröffentlichten Rücklagen als Kernkapital zugelassen wurden, waren alle anderen Kapitalquellen - insbesondere hybride Wertpapiere und nachrangige Instrumente - nur als *Tier II* Kapital zulässig. Die wichtigsten Regelungen sind in Tabelle 10 dargestellt.

Mit einer Pressemitteilung im Jahr 1998 hat der Baseler Ausschuss die Tür für sogenannte „innovative Instrumente“ geöffnet, die vor allem durch *Step-ups* und Call-Optionen gekennzeichnet sind. Diese wurden unter bestimmten Voraussetzungen als Kernkapital zugelassen. Seitdem sind *Tier I* Anleihen am Markt zu beobachten, die diesen Anforderungen genügen. Tabelle 11 enthält eine kurze Zusammenfassung der wichtigsten Bedingungen. Basel II hat diese Regeln nur geringfügig geändert, indem die Obergrenze für hybride Instrumente im Ergänzungskapital auf maximal 50% des Kernkapitals erhöht wurde.

Tabelle 10. Basel I im Bezug auf hybrides Kapital

Kapital		Tier I	Tier II	Grenzen
Basel I	Regelungen	Permanent shareholders' equity	Hybrids, provided: 1) unsecured, subordinated, fully paid 2) not redeemable at the holder's initiative or without supervisory permission 3) available to participate in losses without ceasing trade 4) should allow deferral of obligation	Tier II max 100% of Tier I, subordinated term debt max 50 % of Tier I
	Beispiele	ordinary shares, perpetual non-cumulative preference shares	Cumulative preference shares (under restrictions 1 to 4), Genussscheine, preference shares and perpetual subordinated debt in UK, mandatory convertible debt in USA Subordinated debt with maturity <5 years, limited life redeemable preference shares	

Quelle: BIS (1988)

Tabelle 11. Anforderungen an Tier I Hybridinstrumente

grundsätzliche Anforderungen	zusätzliche Anforderungen	Grenzen und Hinweise
1) permanent 2) non-cumulative and able to absorb losses on ongoing concern 3) subordinated (junior to depositors, general creditor and subordinated debt) 4) neither secured nor guaranteed 5) callable only after min. 5 years with supervisor's Approval, replacement with new instrument with at least the same quality 6) issued and fully paid	1) easily understood 2) immediate available 3) full discretion over amount and timing of distributions 4) distribution only from distributable items	Max 15% Tier I Call-Option and Step-up together allowed only when: 1) Call earliest after 10 years 2) Step-up not higher than at „national supervisory discretion“ and a) swap spread between initial and Stepped-up index basis <100 BP b) initial credit spread - swap spread between initial and Stepped-up index basis <50% Only one Call with Step-up allowed

Quelle: BIS (1998)

5.2. Committee of European Banking Supervisors

Nach der Presseveröffentlichung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im Jahre 1998 erwartete die Europäische Kommission eine rasche Entwicklung des Marktes für hybride Finanzprodukte. In ihrem Auftrag hat das Committee of European Banking Supervisors (CEBS) untersucht, welche Instrumente nach der Pressemitteilung auf dem Markt entstanden sind. Am 23. Juni 2006 wurde eine Studie publiziert (CEBS 2006), die sich auf den Banken- und Versicherungsmarkt konzentriert. Daraus geht hervor, dass hybride Wertpapiere sowohl direkt als auch indirekt begeben werden. Sie sind in der Regel tief nachrangig (Vorrang nur gegenüber normalen Aktien) und mit unendlicher Laufzeit. Eine *Call-Option* mit frühestem Ausübungszeitpunkt nach fünf Jahren und Genehmigungspflicht durch die Aufsicht gehört

zum Standard. Der Coupon ändert sich nach der ersten Call-Frist entweder zum *Floater* oder wird für die nächsten 5 Jahren neu festgelegt. Die damit verbundenen *Step-ups* liegen bei 100 BP oder 50% „*Initial Reoffer Margin*“. Um die Aufsichtsanforderungen zu erfüllen sind sie meistens nicht-kumulativ und geben den Emittenten das Recht über Zeitpunkt und Höhe der Zinsauszahlung zu befinden. *Dividend-Stoppers*, ACSM und PIK sind weitere gängige Eigenschaften dieser Instrumente. Wie vorausgesetzt besitzen sie nur stark eingeschränkte Ausfallmöglichkeiten und keine Cross-Default Klauseln.

In ihrer Veröffentlichung betont die BIS, dass die nationale Aufsichtsbehörde über ein weitgehendes Recht verfügt, eigene Regelungen zu treffen. Das CEBS hat zusätzlich untersucht, wie stark die einzelnen Staaten von diesem Recht Gebrauch machen und wie stark sich diese Regelungen von Land zu Land unterscheiden. Die Analyse umfasst 26 europäische Länder und orientiert sich an den Kriterien der Presseveröffentlichung der BIS aus dem Jahr 1998. Die Einzelheiten sind der Webseite der BIS zu entnehmen.

Eine Fortsetzung ihre Untersuchung veröffentlichte BIS im Februar 2007 mit einer quantitativen Studie über hybriden Instrumente. Sie hat die Verbreitung der einzelnen Ausgestaltungsmerkmale analysiert. In Tabelle 12 sind die wesentlichen Erkenntnisse wiedergegeben, die Einschätzung bezüglich des Marktstandards erlauben. Eine umfassende Statistik findet sich in CEBS (2007, Annex II-A).

Tabelle 12. Die populärsten Merkmale hybrider Instrumente

Merkmal	Verbreitung
Laufzeit	95% explizit ohne Enddatum (<i>Undated</i>)
Kumulativ	93%
Step-up	42%
Nachrangigkeit	alle tief nachrangig, 5% pari passu zu Stammaktien, 74% nur gegenüber Stammaktien vorrangig, 21% vorrangig gegenüber anderen hybriden Wertpapiere
Write-down	<i>On Ongoing Concern</i> in 39% erlaubt, <i>Principal Write Down and Up</i> vor Bedienung der Aktionäre – 21% <i>Permanent Principal Write Down</i> - 13%
Call	90%, von Land zu Land unterschiedlich, 5 oder 10 Jahre
Umwandlung	meistens keine
PIK	10%
ASCM	nicht besonders verbreitet

Quelle: CEBS (2007)

6. Ausblick

Hybride Instrumente sind neu und im Markt noch nicht etabliert. Daher fehlt es derzeit noch an ausreichend Erfahrung und Wissen über das Verhalten der Kurse in Krisenzeiten - sowohl aus Sicht der Investoren als auch der Emittenten. Die bekannten Bewertungsmethoden sind meistens nur theoretisch begründet und stützen sich auf stark vereinfachte Annahmen. Die Herausforderung besteht darin, Ansätze zu entwickeln, mit denen die Hauptmerkmale der hybriden Produkte bewertet werden können. Aufgrund der starken Heterogenität der Instrumente und ihrer relativ kurzer Historie mangelt es an ausreichend langen Zeitreihen. Deswegen wird es erst bei längerem Zeithorizont möglich sein, die Güte der vorhandenen Modelle zu testen.

Eine weitere Herausforderung stellt die Bewertung von Portfolios aus Mezzanine-Instrumenten dar. Es ist zu erwarten, dass weitere neue, verbrieftete Produkte auf den Markt kommen werden. Mit steigender Popularität und Bedarf seitens des Mittelstandes werden derartige Finanzprodukte immer beliebter. Wegen der vielfältigen Ausgestaltungsformen ist es schwierig, verlässliche Daten in Bezug auf Marktentwicklung und Transaktionsvolumen zu finden. Aufgrund der unterschiedlichen Methodologie unterscheiden sich die Daten häufig voneinander.

Anhang – Tabellen

Tabelle 13. Gestaltung der Stundung

Aufschubart	Grenze / Auslöser (<i>Triggers</i>)	Folgen / Aufschiebbedingungen
Optional	FFO* / bereinigte Nettoverschuldung < X% (Henkel: 20%)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kumuliert/nicht kumuliert 2. Auszahlung erfolgt mit der Auszahlung an die Aktionäre/mit Tilgung/Rückkauf eigener Aktien (generell wenn an gegenüber Hybridkapitalgebern nachrangige Gläubiger ausgezahlt wird) 3. Spätestens bei Fälligkeit/innerhalb von X Jahren 4. Auszahlung nur (nicht nur) in Form von ACSM /in bar 5. Auszahlung der Dividenden nicht erlaubt 6. mit/ohne Zinseszins 7. Nachzahlung nur (nicht nur) aus Verkauf von Aktien oder Schuldscheinemission
	Wenn keine Auszahlungen an nachrangige oder gleichrangige Wertpapiere seit der vorangegangenen ordentlichen Hauptversammlung erfolgten (oder in letzten X Monaten). (Linde2013, Michelin, TUI, VINCI, Bayer, Vattenfall: 12 Monate)	
	Wenn in den letzten X Monaten ein Rückkauf von nachrangigen Wertpapieren stattfand. (Thomson2005: 6 Monate)	
	Konsolidierter Brutto-Cashflow < X % der konsolidierten Umsatzerlöse (Bayer: 7%, Südzucker: 5%)	
Obligatorisch	FFO* / bereinigte Nettoverschuldung < X% (Henkel: 15%)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dividendenstop (bis Nachzahlung/für bestimmte Periode) (Vattenfall 12 - Monate) 2. Kumuliert/nicht kumuliert 3. Eine Nachzahlung ist erforderlich falls eine neue Emission oder ein Verkauf von Aktien innerhalb eines vereinbarten Zeitraums stattfindet 4. Verpflichtung neue Aktien oder Anleihen zu begeben um die Forderungen zu begleichen 5. PIK (<i>payment in kind</i>) – bis zu einer vereinbarten Grenze 6. bar/nicht bar kumulierbar 7. Spätestens bei Fälligkeit/innerhalb von X Jahren/Liquidation 8. Nachzahlung auswählbar
	Allgemein 2 <i>Triggers</i> :	
	1) Keine Gewinne oder sogar Verlust und	
	2) Rückgang des Eigenkapitals (Buchwert, Marktwert)	
	Z.B. bei Allianz2006: Solvabilitätsgrenze nicht eingehalten oder Quartalüberschüsse der letzten 4 Quartale < 0 und EK gefallen um 10% in den letzten 10 Quartalen; MetLife Inc. (USA nach S&P 2006 S.5): konsolidierter netto Ertrag in 4 Quartalen ≤ 0 und Eigenkapital sinkt um mehr als 10% in 8 Quartalen und der Verlust von Eigenkapital konnte nicht durch eine Aktienemission während der letzten 2 Quartalen gestoppt werden.	
	Zins-Aufwand-Verhältnis < X (Lottomotica: (EBITDA-Capex-Steuer)/Schuldendienstkosten)	
	Wenn das Verhältnis von FFO* plus bezahlte Zinsen zu Zinsaufwendungen < X (Vattenfall: 2,5)	
	Aktiva - Verbindlichkeiten < 0 und nicht solvent gemäß der lokalen Gesetzgebung Oder während der vergangenen 4 Quartale Nettoverlust > 10% Eigenkapital (Fortis)	
Auszahlung kann nicht zu Bilanzverlust führen		
Verbindung von:		
1) konsolidierter Netto-Gewinn während einer Periode negativ (z.B. mehr als in letzten 2 Halbjahrperioden)		
2) angepasstes kumuliertes Eigenkapital fällt innerhalb einer Periode um X % (z.B. um 10% innerhalb letzten 4 Halbjahrperioden)		
3) nachdem die beiden ersten Grenzen überschritten worden sind, muss das angepasste Eigenkapital um mindestens X % im Vergleich zu einer früheren Periode senken (z.B. um 10% im Vergleich zu letztem zweieinhalb Jahr)		
Regulatorisch	Die Aufsichtsbehörde will die Verschlechterung der Bonität vermeiden und ist der Meinung, dass Sicherheitsgrenze überschritten wurde	

*FFO – Funds from operations: netto Erträge plus Abschreibungsausgaben; *EK – Eigenkapital;

In Klammern sind die praktischen Beispiele für bestimmte Optionen und gelegentlich die Emittenten, die diese Optionen benutzt haben, angegeben.

Quelle: ZEW Recherche, Klaper (2006), S&P (2007)

Tabelle 14. Darstellung des Gestaltungsraumes

Merkmal	Ausgestaltungsmöglichkeiten		Typische Gestaltung
Laufzeit	Kurzfristig		5-8 Jahre
	Mittelfristig		25-30 Jahre
	Langfristig		60-100, 1000 Jahre , ewig
Kündigungsrecht des Emittenten	Nach Zeitablauf (ständig)		Nach 5/10 Jahren
	Nach Zeitablauf (periodisch)		Nach 5/10 Jahren
	Beim Eintritt bestimmter Ereignissen		Gross-up Ereignisse
			Kapitalereignisse
			Kontrollwechsel
			Änderung der Rechnungslegung
			Beim geringem ausstehenden Betrag
		Änderung der Steuergesetze	
Rückzahlung	Zum Nennwert		Bei Fälligkeit
	Make Whole Amount ohne Aufschlag		Bei Kündigung
	Make Whole Amount mit Aufschlag		
	Mit Verlustbeteiligung		(1-Verlust/(EK+HK))* Nennwert oder Rückzahlungsanspruch* (Verlust/sonstiges Eigenkapital) bei AHBR
	Mit <i>Equity</i> - Kicker		Nennwert + Aufschlag
Kündigungsrecht des Investors	Keines		
	Bei Eintritt bestimmter Ereignisse		Insolvenz, Liquidation
	Bei Verletzung der <i>Covenants</i>		Nichteinhaltung der Kennzahlen
Nachrangigkeit (Haftung)	Nachrangig		
	Tief Nachrangig		Vorrangig nur gegenüber EK
Coupon	Höhe	Fester Zins	X %
		Variabler Zins (erfolgsunabhängig)	LIBOR + X %
		Variabler Zins (erfolgsabhängig)	Y % * Gewinn
		Fester + variabler Zins	X + Y % * Gewinn
		Erst fester, dann variabler Zins mit <i>Step-up</i>	Übergang nach X Jahren, <i>Step-up</i> 100 BP
	Auszahlung	Nach eigenem Ermessen	Unter Vorbehalt des Verbots von Auszahlung an gleich- oder nachrangige Anlegern
		Regelmäßig	Jährlich

EK – Eigenkapital; HK – Hybridkapital

Tabelle 14. (Fortsetzung)

Merkmals	Ausgestaltungsmöglichkeiten		Typische Gestaltung
Coupon (Fortsetzung)	Stundung	Optional	Mit/ohne Voraussetzung
		Verbindlich	Nach Verletzung bestimmter Grenzen
		Regulatorisch	Aufsichtsabhängig
	Umgang mit ausgefallenen Zinsen	Nicht-kumulativ	Zinsen fallen weg
		Kumulativ ohne Zinseszins	Rückzahlung
		Kumulativ mit Zinseszins	
	Bis wann kumulative Zinsen nachzuholen sind	Keine Grenze	Spätestens bei Fälligkeit
		Innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums	Innerhalb von X Jahren, aber spätestens bei Fälligkeit
		Bei Eintritt bestimmter Ereignisse	Zahlung der Dividende, Emission neuer Aktien etc.
	Wie lange Zinsen gestundet werden dürfen	keine Grenze	
		maximal X Jahre	3-5 Jahre
	Alternative Zahlungsmöglichkeiten	ACSM	Emission neuer Aktien / Anleihen, Verkauf von (Staats-)Anleihen
		APSM	
		PIK	ausgefallene Zinsen werden dem Nennwert bis 20% zugeschrieben
Cure Periods			
Covenants	Negative Pledge		
	Cross Default		
	Report Covenants		
	Einhaltung bestimmter Kennzahlen		Profitabilität, Eigenkapitalquote
	Covenant - Default Klauseln		sofortige Kündbarkeit, höhere Vergütung, Mitspracherecht
Klauseln	Change of Control-Klausel		sofortige Kündbarkeit, höhere Vergütung
Informations- und Mitspracherecht			Berichtspflicht, Stimmrecht bei wichtigen Entscheidungen
Wandlungsrecht	Eingebaute Option		
	Trennbare Option		
Replacement Language	RESET		
	Replacement		

Quelle: ZEW Recherche

Tabelle 15. Strukturierte Produkte auf dem deutschen Markt

Anbieter	Produkt	Volumen seit Markteinführung (in Mio. EUR)
KfK Mittelstandsbank	„Kapital für Wachstum“, „Kapital für Arbeit und Investitionen“, „ERP Kapital für Gründung“	2200*
HypoVereinsbank und Capital Efficiency Group	PREPS (6 Tranchen seit 2004)	2107
HSCB Trinkhaus&Burkhard	H.E.A.T (I-2005, I-2006)	814
Deutsche Bank und IKB	EquiNotes (I und II)	585
DZ Bank und Buchanan Capital Group	ge mit	320
DZ Bank	DZ MezzanineInvest	300
WestLB	StaGe, S-Mezzanine	176 und 250
Merrill Lynch und Advisum	Puls 2006-1	260
BayernLB	STTEM	250
Commerzbank	CB MezzCap	200
Buchanan Capital Group	Buchanan Genussscheinfonds	200
LBBW, HSH Nordbank, Haspa	Smart Mezzanine: SmartSub, Smart50, Smart100 (vermarktet unter dem Namen Prime 2006 I)	200
NordLB	Mittelstands Mezzanine	55
M Cap Finance, Deutsche Mezzanine	M Cup	100**

* bis 2. Quartal 2006; ** im Jahr 2006

Quelle: ZEW Recherche; Frühauf (2007); Nagel/Rittermann (2006); KfW (2006)

Tabelle 16. Typische Einsatzmöglichkeiten hybrider Instrumente

Zweck / Bereich	Finanzdienstleister	Unternehmen mit Zugang zum Kapitalmarkt	Andere Unternehmen
Steuervorteile	oft	Oft	oft
Eigenkapitalerhöhung	Oft	sehr oft	sehr oft
Erfüllung von Kapitalanforderungen	sehr oft	nicht betroffen	nicht betroffen
Unternehmenswachstum	Selten	Oft	oft
MBO, MBI, OBO	Selten	sehr oft	manchmal
Übernahme	Oft	sehr oft	selten
Eigentümerwechsel	nicht betroffen		oft
Abspaltung von Konzernteilen (<i>Spin-off</i>)	Manchmal	Manchmal	nicht betroffen
Refinanzierung	sehr oft (Moody's)	sehr oft	selten

Quelle: ZEW Recherche ; Credit Suisse (2006)

Tabelle 17. Beispiele von Hybridbewertung von Moody's

Instrument	Beschreibung	Kategorien	Note	Klasse /Korb
Perpetual Preferreds with replacement language and mandatory deferral, non cumulative	<i>Callable</i> nur wenn es mit einem neuen Papier (gleichen oder besseren EK-Charakters) ersetzt wird, Stundung geknüpft an maßgebliche Bedingungen, ACSM mit Aktien erlaubt	No Maturity	Moderate	D
		No Ongoing Payments	Strong	
		Loss Absorption	Strong	
Perpetual Preferreds without replacement language, no mandatory deferral	<i>Callable</i> ohne <i>replacement language</i> Stundung verknüpft an maßgebliche Bedingungen, ACSM mit Aktien erlaubt	No Maturity	Weak	C
		No Ongoing Payments	Strong	
		Loss Absorption	Strong	
Perpetual Preferreds with replacement language, optional deferral, non cumulative	<i>Callable</i> nur wenn Ersatz durch ein neues Papier (gleicher oder stärker EK-Charakter)	No Maturity	Moderate	C
		No Ongoing Payments	Moderate	
		Loss Absorption	Strong	
Perpetual Preferreds without replacement language and optional deferral, non cumulative	<i>Callable</i> ohne <i>replacement language</i>	No Maturity	None	B
		No Ongoing Payments	Weak	
		Loss Absorption	Moderate	
Perpetual Preferreds with replacement language, optional deferral, cumulative	<i>Callable</i> nur wenn Ersatz durch ein neues Papier (gleicher oder stärker EK-Charakter)	No Maturity	Moderate	B
		No Ongoing Payments	None	
		Loss Absorption	Moderate	
Subordinated Debt, Inability to issue more junior capital (deep subordinated), non cumulative	Kann nicht <i>default</i> oder <i>cross-default</i> , vorrangig nur ggü. Aktien, wenn etwas Nachrangigeres begeben wird, ersetzt oder refinanziert wird. <i>Callable</i> ohne <i>Replacement Language</i>	No Maturity	Weak	B
		No Ongoing Payments	Moderate	
		Loss Absorption	Strong	
Subordinated Debt, but Ability to issue more junior capital (only subordinated), non cumulative	Kann nicht <i>default</i> oder <i>cross-default</i> , <i>Callable</i> ohne <i>replacement language</i>	No Maturity	None	B
		No Ongoing Payments	Weak	
		Loss Absorption	Moderate	
Trusted Preferred Securities, non-cumulative, mit Deferral	Meist fällig in 30 Jahren, <i>Callable</i> ohne <i>replacement language</i> , Stundung bis zu 5 Jahren	No Maturity	None	A
		No Ongoing Payments	None	
		Loss Absorption	Weak	
Mandatory Convertible Preferred, mit Deferral	<i>Non callable</i> bis Fälligkeit, verbindliche Umwandlung innerhalb von 3 Jahren	No Maturity	Strong	E
		No Ongoing Payments	Moderate	
		Loss Absorption	Strong	

EK – Eigenkapital
Quelle: Moody's (2005)

Literaturverzeichnis

Australian Stock Exchange (2003): *Bonds & Hybrids – a wise choice for a regular income stream*, 2003.

Die Bank (2005): *Genussscheine: Attraktives Nischenprodukt*, 07/2005.

Die Bank (2007): *Entwicklung des Mezzanien-Marktes*, 01/2007.

Bastian, Nicole (2007): *Finanziert mit Zitterbonds*, Handelsblatt, 04.07.2007.

Bank of International Settlement (BIS 1988): *International Convergence of Capital Measures and Capital Standards*, 07.1988 updated 04.1998.

Bank of International Settlement (BIS 1998): *Press release: Instruments eligible for inclusion in Tier I capital*, 27.10.1998.

Bösl, Konrad und Michael Sommer (2006): *Mezzanine Finanzierung*, C.H.Beck, München, 2006.

Committee of European Banking Supervisors (CEBS 2006): *First Part of CEBS technical advice to the European Commission on own funds – Analysis of the capital instruments recently created by the industry*, 23.06.2006.

Committee of European Banking Supervisors (CEBS 2007): *Raport on quantitative analysis of the characteristics of hybrids in the European Economic Area (EEA)*, 13.03.2007.

Credit Suisse (2006): *Pressemitteilung: Mezzanine Finance- Mischform mit Zukunft*, Zürich, 18.01.2006.

Donohue, Ronan (2007), *Corporate Hybrid Capital – The Merket in 2007*, Dresdner Kleinwort, Frankfurt, 22.02.2007.

Eyerman, Edward (2005): *Who will Finance the Mittelstand?*, Fitch Ratings ,09.05.2005.

Fahey, Eileen; Leslie S. Bright und Daniel Barile (2006): *Securities Firms: Determining Equity Credit for Hybrids, U.S.A. – Inv. Banks Special Report*, Fitch Ratings, 12.10.2006.

Finanztest (2006): *Hybridenanleihen*, 10/2006.

Fitch Ratings (Fitch 2006): *Equity Credit for Hybrids & other Capital Securities*, Criteria Report, 27.09.2006.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ 2005): *Genussscheine versprechen Extrazins*, 21.12.2005.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ 2006a): *Genussscheine bergen Eigenkapitalrisiken*, 05.01.2006.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ 2006b): *Langlaufende Staatsanleihen sind nichts für Privatanleger*, 10.02.2006.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ 2006c): *Hybridenanleihe: Chancenplus und mehr Risiko*, 16.03.2006.

Frankfurth Karsten (2005): *Hybrid Securities Finally Hit Corporate Segment*, Fitch Ratings, 18.10.2005.

Frey, Falk (2007): *Moody's Tool Kit for Hybrid Analysis – An update on global market trends*, Moody's, Frankfurt, 22.02.2007.

Frühauf Markus (2007): *Banken erwarten Konsolidierung am Mezzanine Markt*, Börsen-Zeitung 19.06.2007.

Goedeckemeyer, Karl-Heinz (2006): *Nachrangige Anleihen polstern Bilanz auf*, Bankmagazin 05/2006.

Guthof, Markus (2006): *Macht Mezzanine überlegen? Eine empirische Analyse*, Bank Praktiker 02/2006.

Handelsblatt (2004): *Genussscheinen droht Bedeutungslosigkeit*, 01.07.2004.

Handelsblatt (2007): *EZB mahnt zur Vorsicht an den Finanzmärkten*, 18.06.2007.

Huttner Stepan, Marc O.Plepeltis (2007): *Hybridenanleihen, Kapitalinnovationen zwischen Eigen und Fremdkapital*, Shearman&Sterling LLP, Frankfurt, 22.02.2007.

Johannsen, Kai (2006): *Finanzbranche favorisiert Hybrid-Kapital*, Handelsblatt, 22.06.2006.

Kardee, Rachel (2005): *The Inevitable Retionalisation: The European Mezzanine Market*, Fitch Ratings, 24.01.2005.

KfW Bankgruppe (KfW 2005): *Mezzanine-Finanzierung für den Mittelstand: Markt ist in Bewegung*, KfW-Research, 07.2005.

Klaper, Christoph (2006), *Corporate Bonds – Hybridanleihen*, Raiffeisen Research 03.11.2006.

Kullrich, Antje (2007): *Versicherer entdecken den Reiz von Hybridkapital*, Börsen-Zeitung, 11.01.2007.

Mitchell, Janet (2005): *Financial intermediation theory and implication fort he sources of value in structerd finance markets*, National Bank of Belgium, Working Paper Document no. 71, 07.2005.

Moody's (2005): *Refinements to Moody's Tool Kit, Rating Methodology*, Moody's Investors Service, 02.2005.

Moody's (2006): *Rating Preferred Stock and Hybrid Securities –Request for comment*, 11.2006.

Nagel, Christian und Uwe Rittmann (2006): *Mezzanine Finanzierungen: Individuelle Strukturierung versus standardisierte Produkte aus handels- und steuerlicher Sicht*, BDO, Münster, 28.11.2006.

Schröder, Michael und Natalia Shekemova (2008): *Wirtschaftliche, bilanzielle und steuerliche Behandlung von hybriden Finanzinstrumenten*, ZEW Discussion Paper, forthcoming 2008.

Schuler, Armin (2006): *Mezzanine – Kapital zwischen Eigen- und Fremdkapital Einsatzmöglichkeiten für den Mittelstand*, CBG Commerz Gruppe, Mezzanine für mittelständische Unternehmen – Chancen entdecken, Essen, 07.09.2006.

Standard&Poor's (S&P 2006): *Criteria: Assigning Ratings to Hybrid Capital Issues*, S&P Viewpoint, 08.05.2006.

Standard&Poor's (S&P 2007): *Criteria: The Ratings Impact Of "Best Endeavors" Undertakings In Hybrid Capital Issues With Mandatory-Deferral Mechanisms*, Ratings, 15.02.2007.

WestLB AG (2005): *Mezzanine- Kapital für den Mittelstand*, Finanzierungskongress Handel 2005, Düsseldorf, 29.09.2005.

Zsiga, Andreas (2006), *Standard&Poor's Approach To Hybrid Capital*, Standard&Poor's, 26.10.2006.