

Regulierungsgetriebene hybride Finanzierungsinstrumente

Inauguraldissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
der Juristischen Fakultät
der Ruprecht-Karls-Universität
Heidelberg

vorgelegt von

Dominik Mohr
aus Frankfurt

2020

Berichterstatter: Prof. Dr. Christoph A. Kern, LL.M. (Harvard)
Prof. Dr. Dirk A. Verse, M. Jur. (Oxford)

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1

Einführung 27

A. Anlass der Arbeit	27
B. Vorgehensweise und Gang der Untersuchung	29

Kapitel 2

Grundlagen der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung 31

A. Vorbemerkung zu Finanzierungsinstrumenten	31
I. Begriff des Finanzierungsinstruments	32
II. Rechtliche Wirkung des Finanzierungsinstruments	32
III. Abgrenzung zu Finanzinstrumenten	33
B. Grundlagen reiner Eigenkapitalfinanzierung	34
I. Unternehmensfinanzierung und Eigenkapital aus ökonomischer Sicht	34
1. Eigenkapital als Ingangsetzungsinstrument	34
2. Zweck einer differenzierten Kapitalausstattung	35
a) Schaffung einer optimalen Kapitalstruktur	35
b) Kapitalstruktur und financial leverage	35
c) Weitere Finanzierungszwecke	37
II. Der Begriff des Eigenkapitals	38
1. Kapital und Vermögen der Unternehmung	38
2. Eigenkapital als Residualgröße	39
3. Formen bilanziellen Eigenkapitals	39
III. Merkmale des Eigenkapitals	41
IV. Funktionen des Eigenkapitals im haftungsrechtlichen Sinn	41
1. Überblick	41
2. Schuldentilgungsfunktion	42
3. Risikopuffer	44
4. Selbstbehalt	44
5. Weitere Funktionen	45

C. Besonderheiten von Eigenkapital in der Finanzwirtschaft	45
I. Der Begriff bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitals	45
II. Besondere Funktionen von Eigenkapital in der Finanzwirtschaft	45
1. Grundsatz	45
2. Ziele	46
3. Verlustausgleichsfunktion (going concern)	46
4. Garantie- und Haftungsfunktion (gone concern)	47
5. Vertrauensfunktion	47
6. Risikobegrenzungsfunktion	48
7. Finanzierungsfunktion und Errichtungsfunktion	49
III. Merkmale bankaufsichtsrechtlichen Eigenkapitals	49
1. Teilnahme am laufenden Verlust	50
2. Nachrangigkeit im Insolvenzfall	50
3. Erfolgsabhängige Vergütung	51
4. Dauerhaftigkeit der Bereitstellung	51
IV. Positives Reinvermögen oder bilanzielle Geldziffer	52
D. Grundlagen reiner Fremdkapitalfinanzierung	53
I. Unternehmensfinanzierung und Fremdkapital	53
II. Begriff des Fremdkapitals	53
III. Merkmale des Fremdkapitals	54
1. Ergebnisunabhängige Vergütung	54
2. Rückzahlungsanspruch	54
3. Befristete Überlassung	55
4. Geringe Informations- und Einwirkungsrechte	55
IV. Möglichkeiten inhaltlicher Gestaltungsfreiheit	55
E. Zur Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital	55
I. Abgrenzungsmöglichkeit anhand allgemeiner Bestimmungen	55
II. Zwischenergebnis	57

Kapitel 3

Entwicklung und Inhalt bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben	59
A. Notwendigkeit der Regulierung und ökonomische Funktion der Banken	59
I. Verteilung von Kapital und Risiko	59
II. Dem Geschäftsmodell inhärente Instituts- und Systeminstabilität	60
B. Entstehung und Entwicklung bankaufsichtsrechtlicher Vorgaben bis 1990	61
I. Die Entwicklung vor der Wirtschaftskrise 1931	61
II. Die Wirtschaftskrise 1931 und die Folgen für die Bankenregulierung	62

III. Das Kreditwesengesetz von 1961	64
C. Inhalt und Umsetzung der Eigenmittelstandards von Basel I bis Basel III	66
I. Entstehung, Funktion und Zielsetzung des Baseler Ausschusses	66
II. Basel I 1988 und europäische sowie nationale Umsetzung	67
III. Sydney Press Release 1998	69
IV. Basel II 2004 und europäische sowie nationale Umsetzung	69
V. Basel 2.5	71
VI. Basel III und CRR/CRD IV sowie CRD IV-UG	72
D. Eigenkapital nach Basel III, CRR/CRD IV und KWG	73
I. Grundsätzliche Neuerungen	73
II. Hartes Kernkapital (CET1)	74
III. Zusätzliches Kernkapital (AT1)	75
IV. Ergänzungskapital (T2)	75
V. Zusammensetzung der Eigenmittel	76
E. Modifikation von Basel III bzw. Basel IV sowie CRD V und CRR II	77

Kapitel 4

Hybride Finanzierungsinstrumente zwischen Eigenkapital und Fremdkapital 79

A. Anteilsähnliche Finanzierungsinstrumente und hybride Fremdkapitalinstrumente ...	79
I. Überblick	79
II. Begriffsbestimmung „mezzanine“ und „hybrid“	79
III. Klassifizierung mezzaniner Finanzierungsinstrumente	81
1. Equity-Mezzanine und Debt-Mezzanine	81
2. Privatplatzierungsinstrumente und Kapitalmarktinstrumente	82
3. Individuelles und standardisiertes Mezzanine-Kapital	82
IV. Typische Ausgestaltungsmerkmale von Mezzanine-Kapital	82
V. Mitwirkungsrechte der Fremdkapitalgeber	83
VI. Gründe für die Aufnahme hybriden Kapitals	83
B. Relevanz der Verbriefung	84

Kapitel 5

Untersuchung einzelner hybrider Finanzierungsinstrumente 86

A. Einführung	86
---------------------	----

B. Untersuchung einzelner Instrumente	87
I. Anteilsbezogene Finanzierungsinstrumente	87
1. Wandelanleihe	88
a) Allgemeines	88
b) Regulierungszusammenhang	89
c) Rechtliche Ausgestaltung	90
d) Motive	92
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	92
f) Wandelanleihe auf von Dritten zur Verfügung gestellte Aktien	93
g) Drittemission	94
h) Nachträgliche Wandelanleihe	94
i) Wandelschuldverschreibung gegen Sacheinlage	95
j) Mischform convertible bonds with enhanced interest	95
2. Umgekehrte Wandelanleihe	95
a) Begriff	95
b) Regulierungszusammenhang	95
c) Rechtliche Konstruktion	96
d) Motive	96
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	97
f) Finanzinnovationen in der Praxis	97
3. Bedingte Pflichtwandelanleihe	98
a) Allgemeines	98
b) Regulierungszusammenhang	98
c) Begrifflichkeiten der bedingten Pflichtwandelanleihe	99
d) Qualifikation der (bedingten) Pflichtwandelanleihe	100
e) Rechtliche Konstruktion	102
f) Ausgestaltung der Wandlungspflicht	102
g) Auslöseereignisse	103
h) Motive	105
i) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	106
j) Finanzinnovationen in der Praxis und Literatur	107
4. Anleihe mit Tilgungswahlrecht des Emittenten	108
a) Allgemeines	108
b) Anleihe mit Tilgungswahlrecht des Emittenten und umgekehrte Wandelanleihe	108
c) Regulierungszusammenhang	109
d) Rechtliche Ausgestaltung	109
e) Motive	109
f) Gesellschaftsrechtliche Erfordernisse	110

5. Aktienanleihe	110
a) Allgemeines	110
b) Unterscheidung zu Anleihen mit Tilgungswahlrecht des Emittenten	111
c) Rechtliche Ausgestaltung	111
d) Motive	111
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	111
6. Pflichtwandelanleihe	112
a) Allgemeines	112
b) Pflichtwandelanleihe und umgekehrte Wandelanleihe	112
c) Regulierungszusammenhang	113
d) Rechtliche Konstruktion	113
e) Motive	114
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	114
g) Synthetische Pflichtwandelanleihe und CoMEN-Transaktion	115
7. Umtauschanleihe	116
a) Begriff	116
b) Unterscheidung zu Wandel-/Optionsanleihen auf von Dritten zur Verfügung gestellte Aktien	117
c) Unterscheidung zur Aktienanleihe	117
d) Rechtliche Ausgestaltung	117
e) Motive	118
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	118
8. Optionsanleihe	118
a) Allgemeines	118
b) Regulierungszusammenhang	119
c) Rechtliche Ausgestaltung	119
d) Optionsanleihe mit net cash settlement	120
e) Motive	120
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	121
9. Umgekehrte Optionsanleihe	121
10. Selbstständiger Optionsschein	122
a) Begriff	122
b) Zulässigkeit von selbstständigen Optionsscheinen	122
c) Ausgestaltung	123
d) Sonderform covered warrants	123
e) Motive	124
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	125
11. Wandel-Optionsanleihe und umgekehrte Wandel-Optionsanleihe	125
12. Going-public-Anleihe	125
a) Begriff	125

b) Rechtliche Ausgestaltung	126
c) Motive	126
d) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	127
13. Wandelaktie und umgekehrte Wandelaktie	127
a) Allgemeines und Begriff	127
b) Zulässigkeit der Wandelaktie	128
c) Zulässigkeit der umgekehrten Wandelaktie	129
d) Regulierungszusammenhang	129
e) Rechtliche Ausgestaltung	129
f) Motive	130
g) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	130
h) Wandlung von Stamm- in Vorzugsaktie	130
14. Optionsaktie und umgekehrte Optionsaktie	131
a) Allgemeines	131
b) Aktienrechtliche Zulässigkeit von Optionsaktien	131
c) Zulässigkeit der umgekehrten Optionsaktie	132
d) Rechtliche Ausgestaltung	132
e) Motive	132
15. (Umgekehrte) Wandel- und Optionsgewinnschuldverschreibung	132
16. (Umgekehrtes) Wandel- und Optionsgenussrecht bzw. (umgekehrter) Wandel- und Optionsgenussschein	133
17. (Umgekehrtes) Wandeldarlehen	134
18. Standalone contingent capital facilities	134
19. Debt equity swap	134
20. Debt mezzanine swap	135
21. Vorzugsaktie (ohne Stimmrecht)	136
a) Allgemeines	136
b) Regulierungszusammenhang	136
c) Rechtliche Ausgestaltung	137
d) Motive	138
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	138
22. Weitere Aktienarten mit hybridem Charakter	138
a) Vorzugsaktie mit Stimmrecht	138
b) Mehrstimmrechts-Vorzugsaktie nach dem HGB 1897	139
c) Quotenaktie, Freiaktie	139
d) Spartenaktie	140
23. Depository receipts (DRs)	140
a) Allgemeines	140
b) Rechtliche Ausgestaltung	141
c) Kollisionsrechtliche Erwägungen	142

d) Motive	143
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	143
24. Reversed equity kicker (upstream conversion)	143
25. Wandelanleihe mit Wandlungsrecht auf andere schuldrechtliche Titel	144
26. Finanzinnovationen in der Praxis	145
II. Echte Hybridanleihen – Teil 1 – hybride Instrumente mit anteilsähnlichem Charakter	145
1. Finanzierungsgenussrecht mit Verlustbeteiligung	146
a) Allgemeines	146
b) Regulierungszusammenhang	146
c) Abgrenzung zum partiarischen Darlehen und zur Gewinnschuldverschreibung	147
d) Rechtliche Ausgestaltung	147
e) Motive	148
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	148
g) Problem der Unzulässigkeit aktiengleicher Genussrechte	149
2. Stille Gesellschaft mit Verlustbeteiligung (atypische stille Beteiligung)	149
a) Allgemeines	149
b) Regulierungszusammenhang	150
c) Abgrenzung zum partiarischen Darlehen und zum Genussrecht	151
d) Abgrenzung typische – atypische stille Gesellschaft	152
e) Rechtliche Ausgestaltung, insbesondere Form der Innengesellschaft	153
f) Motive	153
g) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	154
h) Handelbarkeit stiller Einlagen	155
3. Unterbeteiligung	155
III. Echte Hybridanleihen – Teil 2 – hybride Fremdkapitalinstrumente	156
1. Finanzierungsinstrumente mit non-equity kicker	156
a) Allgemeines	156
b) Rechtliche Ausgestaltung als phantom stock/warrant	156
c) Ausgestaltung als virtuelle Option	157
d) Vereinbarung einer von der Unternehmenswertsteigerung abhängigen Rendite	157
e) Motive	157
f) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	158
2. Gewinnschuldverschreibung/partiarisches Darlehen	158
a) Allgemeines	158
b) Unterscheidung vom Genussrecht	159
c) Rechtliche Ausgestaltung	159
d) Motive	160

e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	160
3. Nachrangdarlehen und Nachrangdarlehen	161
a) Allgemeines	161
b) Regulierungszusammenhang	161
c) Rechtliche Ausgestaltung	162
d) Struktureller Nachrang	162
e) Relativer vertraglicher Nachrang	163
f) Absoluter vertraglicher Nachrang	163
g) Qualifizierter Nachrang	164
h) Motive	165
4. Ewige Anleihe und Darlehen mit ewiger Laufzeit	165
a) Allgemeines	165
b) Regulierungszusammenhang	166
c) Rechtliche Ausgestaltung	166
d) Motive	166
e) Gesellschaftsrechtliche und zivilrechtliche Zulässigkeit	166
5. Floating rate notes und zero coupon bonds	167
a) Allgemeines	167
b) Rechtliche Ausgestaltung	167
c) Motive	168
6. High-Yield-Anleihe	168
7. Herabschreibungsanleihe	169
a) Allgemeines, insb. Begrifflichkeit	169
b) Regulierungszusammenhang	170
c) Rechtliche Ausgestaltung	170
d) Motive	171
e) Gesellschaftsrechtliche Anforderungen	171
8. Genusobligation	172
9. Gewinnanleihe	173
IV. Hybride Darlehen	173
1. Darlehensähnliche stille Gesellschaft	173
a) Allgemeines	173
b) Rechtliche Ausgestaltung, insb. Ergebnisbeteiligung	173
2. Gesellschafterdarlehen	174
a) Allgemeines	174
b) Rechtliche Ausgestaltung	174
c) Motive	175
3. Finanzplankredit	175
V. Sonstige hybride Finanzierungsinstrumente	175
1. Nicht eingezahltes Quasieigenkapital	175

2. Zertifikate	176
3. Verkäuferdarlehen	176
4. Schuldscheindarlehen	177
C. Zusammenfassung	178

Kapitel 6

Ausgabe hybrider Finanzierungsinstrumente unter Einsatz eines SPV	180
A. Motivation	180
B. Rechtliche Ausgestaltung	180
C. Spezielle Instrumente unter SPV-Einsatz	181
I. Trust preferred securities (TRUPS/TPS)	181
1. Allgemeines	181
2. Rechtliche Ausgestaltung	182
3. Begrifflichkeit	183
4. Motive	183
II. Sonstige Instrumente	184

Kapitel 7

Anerkennung aktueller hybrider Finanzierungsinstrumente	185
A. Verhältnis zu BRRD, SAG, MREL und TLAC	185
B. Einzelebene	187
I. Allgemeines	187
II. Hartes Kernkapital (CET1)	187
1. Stammaktien	187
2. Vorzugsaktien ohne nachzahlbaren Vorzug	188
III. Zusätzliches Kernkapital (AT1)	188
1. Entwicklungen	188
2. CoCos und Herabschreibungsanleihen	189
a) Allgemeines und Verbreitung	189
b) Automatisierung der Wandlung nach Art. 52 Abs. 1 Satz 1 lit. n) CRR ...	190
IV. Ergänzungskapital (T2)	190
C. Gruppenebene	191
I. Zusätzliche Eigenmittelanforderungen auf Gruppenebene	191
II. Begebung durch Zweckgesellschaften	192

*Kapitel 8***Systemische Risiken durch hybride Finanzierungsinstrumente** 194

A. Allgemeines	194
B. Risikokategorien von Finanzinstitutionen und Verwirklichung	195
I. Übersicht Risikokategorien	195
II. Definition des systemischen Risikos?	195
III. Makroschocks	196
IV. Mikroschocks	196
1. Ausgangspunkt	196
2. Ansteckung	197
a) Vermögenskorrelation	198
b) Direkte Ansteckung	198
c) Liquidity contagion, market illiquidity und asset fire sale	199
d) Informationsbasierte Ansteckung	200
C. Anfälligkeit des Finanzsektors für systemische Risiken	201
I. Strukturelle mikroprudentielle Fragilität	201
1. Risikoaffinität als Geschäftsmodell und Marktpreisrisiko des Aktivvermögens	201
2. Finanzintermediation	202
3. Banken als Vertrauensinstitutionen	203
4. Moral hazard	203
5. Gefahr hoher leverage	204
II. Makroprudentielle Fragilität	205
1. Zur Notwendigkeit makroprudentieller Aufsicht	205
2. Systemrelevante Finanzinstitute	205
3. Strukturelle Gleichartigkeit der Geschäftsausrichtung	206
4. Interbankenbeziehung und Internationalität der Finanzmärkte	206
5. Komplexität der Vorherschbarkeit systemischer Risiken	207
III. Schattenbanken als Finanzintermediäre	207
D. Systemische Risiken und hybride Finanzierungsinstrumente	208
I. Krisenbegünstigende regulatorische Eigenschaften	209
1. Schärfere Regulierung und höheres Risiko	209
2. (Internationale) Vereinheitlichung	210
3. Prozyklizität	210
a) Künstliche Erhöhung des Angebots	210
b) Widersprüchlichkeit der Doppelfunktion aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals	210

II. Systemische Risiken aktueller hybrider Finanzierungsinstrumente	211
1. Systemisches Risiko durch Fehlanreize	212
a) Einordnung als systemisches Risiko	212
b) Ökonomische Bedeutung des debt overhang problem	212
c) Grundlegende Auswirkungen von Wandlung bzw. Herabschreibung	213
d) Situation bei Herabschreibungsanleihen	213
e) Situation bei Wandelanleihen	213
f) Bedeutung für das systemische Risiko	215
2. Systemisches Risiko durch sensible Handelspreise	216
3. Systemisches Risiko durch trigger event	217
a) Bisherige Wandlungen und Herabschreibungen	217
b) Gefahr durch Klumpenrisiken	219
c) Ansteckung über Vermögenspreise	219
d) Dafür notwendig: Banken als Halter von Wandel- und Herabschreibungs-	
anleihen	221
e) Indirect contagion	222
4. Systemisches Risiko durch Auswirkungen auf andere Kennzahlen	223
5. Systemisches Risiko durch mangelnde Diversifikation bei individueller Ver-	
schiedenheit	224
6. Systemisches Risiko durch unzureichende Übersicht bezüglich risk exposure	225

Kapitel 9

Schlussbetrachtung und Fazit 227

A. Vielfalt	227
B. Systemisches Risiko	228
C. Ausgestaltung	228
D. Diversifikation und Standardisierung	229
Literaturverzeichnis	231
Sachwortverzeichnis	265