

## DVFA-Kompodium

# CoCo (Contingent Convertible Bonds)

Ralf Frank, Generalsekretär DVFA e.V.<sup>1</sup>

In den vergangenen 4-5 Jahren hat eine relativ neue Form der Kapitalaufnahme, zumeist bei Banken, Einzug in den Finanzmarkt gehalten: Contingent Convertible Bonds, kurz CoCos. Laut Dealogic wurden allein in Europa in 2013 ca. \$ 14,3 Mrd. an CoCos emittiert; bis März 2014 waren es schon \$ 10 Mrd.<sup>2</sup>

Insbesondere Regulatoren versprechen sich von CoCos, dass sie dazu beitragen können, anstelle eines "bail out" des Staates zur Rettung von Banken, die Lasten fairer auf Investoren und Gläubiger zu verteilen, und zusätzlich positive Anreize an Emittenten geben, risikobewusst zu agieren.

Unter gestalterischen Gesichtspunkten sind CoCos jedoch hochkomplex. Parameter für den Auslöser (meist das Erreichen eines Schwellenwerts, zu dem Anleiheanteile in Aktien getauscht werden), oder die Wandlungsart (zu welchen Quoten Anleiheanteile in Aktien gewandelt werden) haben einen erheblichen Einfluss darauf, ob der Emittent und seine Aktionäre, oder die CoCo-Besitzer Vorteile erlangen können. Mit den unterschiedlichen Spielarten verbunden sind Vermutungen, dass die Gestaltung entweder Emittenten und ihren Aktionären, oder die Anleihebesitzern negative Anreize setzen könnten, die Wandlung mutwillig herbeizuführen, und damit den Schutzmechanismus für den Fall des "distress", den ein CoCo theoretisch mit sich bringt, auszuhebeln.

Vermutlich nicht nur deshalb, sondern auch weil CoCos äußerst schwierig zu bewerten sind, ist diese neue Anlagegattung unter Finanzmarktakteuren nicht ganz unumstritten.

---

<sup>1</sup> Der Autor bedankt sich bei Guido Hoymann (Bankhaus Metzler), Professor Dr. Raimund Maurer (Goethe Universität Frankfurt), Professor Dr. Ekaterina Svetlova (Universität Karlsruhe), und Hubertus Väth (New Mark) für wertvolle Anregungen.

<sup>2</sup> zitiert nach Financial Times, 13.03.2014

Dieses Papier versucht, einige wesentliche Aspekte von CoCos zu erläutern, und die bislang vorliegenden Erkenntnisse über Chancen, Risiken und Transparenz von CoCos zusammen zu fassen.

## Die Position der DVFA

Die DVFA vertritt die Auffassung, dass CoCos einen wichtigen Bestandteil der Rekapitalisierung von deutschen Banken in der Finanzkrise darstellen können, allerdings unter den folgenden Bedingungen

1. Eine Klärung der steuerbilanziellen Rahmenbedingungen, d.h. dass Banken die Zinszahlungen vom Vorsteuergewinn abziehen können, muss schleunigst erfolgen, um deutsche Banken nicht im internationalen Wettbewerb zu benachteiligen.
2. Das Design des CoCos muss ausreichend eindeutig sein und die Konditionen ausreichend transparent ausgewiesen. Dies betrifft insbesondere den Auslöser (Trigger):
  - a. Der Auslöser sollte bereits bei einer entsprechend hohen Eigenkapitalquote greifen (high trigger), wenn noch ausreichend Chancen auf eine Geschäftsfortführung des Emittenten besteht (going concern),
  - b. Der Auslöser eines CoCo sollte sich
    1. nur auf eine Kennzahl beziehen,
    1. dabei instituts- aber nicht marktspezifisch ist,
    1. eine Kennzahl der "financial soundness" sein, d.h. die Eigenkapitalquote, die auf dem Regelwerk des Basel Committee on Banking Supervision beruht,
    1. und deren Berechnung zum Zeitpunkt der Emission des CoCo festgeschrieben wird, und somit nicht regulatorischen Veränderungen post hoc ausgesetzt ist.
  - c. Andere Auslöser z.B. systemische, die auf den Zustand des Finanzsystems referenzieren d.h. auf Basis von Kennzahlen des Finanzsektors, oder von der Marktaufsicht "amtlich festgestellte" Krisenzustände sind nicht ausreichend objektivierbar, da sie menschlichem Ermessen, in diesem Falle der Marktaufsicht, unterliegen.
3. Eine faire Wandlungsquote (Conversion Factor) von Anleiheanteilen in Aktien im Falle der Wandlung ist Bestandteil der Konditionen. Dabei wird ein fixer Preis festgelegt, und keinesfalls der aktuelle Aktienkurs zum Zeitpunkt der Wandlung.

## A. Über CoCos

CoCos sind eine spezielle Form von Wandelanleihen, d.h. Anleihen, die unter bestimmten Bedingungen in Aktien getauscht werden. Sie unterscheiden sich von konventionellen Wandelanleihen dadurch, dass sich Konditionen, unter welchen Umständen ein Tausch vorgenommen wird, in aller Regel nach dem Kernkapital richtet, und nicht nach dem Aktienkurs, zumindest der Theorie nach!

Weiter unten wird gezeigt, dass der Aktienpreis bei CoCos durchaus eine Rolle spielt, nämlich bei der Ermittlung der Wandlungsquote. Nur wenn die *Menge des benötigten Eigenkapitals* zum Zeitpunkt der Wandlung in den Konditionen des CoCo festgeschrieben wird, ist der Aktienpreis zum Zeitpunkt der Wandlung unerheblich. Wird aber z.B. eine Stückzahl Aktien je Anleiheanteil festgeschrieben, oder gar eine Festlegung erst zum Zeitpunkt des Erreichens des Auslösers, dann bekommt der Aktienkurs, der zu diesem Zeitpunkt gegenüber dem Zeitpunkt der Emission des CoCo schon gefallen sein dürfte und weiter unter Druck geraten wird, sehr wohl eine ausschlaggebende Rolle.

A priori sind CoCos weder "gute" Anlageprodukte, noch sind sie es wert, verteufelt zu werden. Nur eine Analyse der Details der Gestaltung eines CoCo kann darüber Auskunft geben, inwiefern dynamische Faktoren in die Konditionen und in die Preisgestaltung Einzug gefunden haben<sup>3</sup>. Bei einigen Spielarten von CoCos zeigt sich das wirkliche Risiko/Return-Profil erst in der Krise, dann wenn die Wandlung ansteht, und wenn sich Aktienkurs und Kapitalquote im Verlauf von wenigen Stunden minimieren können.

Warum werden CoCos als Instrument zur Rekapitalisierung von Banken so häufig zu Hoffnungsträgern gemacht?

CoCos sind effektiver und kostengünstiger als Eigenkapitalerhöhungen, insbesondere als Mittel für die schnelle Rekapitalisierung von Banken im Krisenfall, wenn das Eigenkapital schon signifikant an Wert verloren hat. Damit incentivieren CoCos Banken zu besserem Risikomanagement. Hätte, so eine Annahme<sup>4</sup>, ein Markt für CoCos schon in 2007 existiert, dann wären viele Banken nicht im Zuge der Finanzkrise ins Schlingern geraten, und der "systemic meltdown" nach September 2008 hätte vermieden werden können.

CoCos sind demnach für Banken ein attraktives Instrument, um ihre Eigenkapitalquote zu steuern<sup>5</sup>. Basel III als zentrales Regelwerk für Banken schreibt verschärfte Eigenkapitalvorschriften vor. Wenngleich die Lloyds Bank in UK, die 2009 den ersten CoCo begeben haben, als "CoCo-Pionier" gilt, wurde die Idee rasch von Schweizer Großbanken aufgenommen, deren Regulator von der UBS und der Credit Suisse eine Eigenkapitalquote von 19 % fordert, die damit doppelt so hoch ist, wie Basel III vorschreibt.

Außerhalb einer Krise stehen die Besitzer von CoCos im Range eines Gläubigers einer Bank. Gerät eine Bank in eine Krise, und es droht die Zahlungsunfähigkeit, werden die Inhaber von CoCos Aktionäre. Dies hat für die Bank den Vorteil, dass sich ihre Kreditlast verringert, und sie gleichzeitig frisches Eigenkapital erhält. Anders als zum Zeitpunkt des

---

<sup>3</sup> Siehe dazu insbesondere Mackiger 2012; Flannery & Perroti, 2011; Hielscher & Raviv 2012; Chen et al. 2012

<sup>4</sup> Calomiris & Herring, 2011

<sup>5</sup> Calomiris & Herring, 2011; Albul et al., 2010

Ausbruchs der Finanzkrise in 2008 muss nicht mehr der Staat die Bank retten, sondern es sind die Gläubiger, die nun als Eigentümer das künftige Risiko tragen. Im Ergebnisausweis zeigt sich für die Bank noch ein weiterer Vorteil: anders als konventionelle Wandelanleihen müssen CoCos nicht in den diluted earnings ausgewiesen werden, bis es zum Wandel kommt.

In der Finanzkrise erhielten Banken, die sich bereits in Schieflage befanden, Kredite von institutionellen Anlegern und anderen Banken. Dadurch ergibt sich ein systematisches Risiko, indem die Gläubiger von der Krise ihrer Schuldner "angesteckt" werden können, und sie in beträchtliche Mitleidenschaft gezogen werden können. Aus diesem Grund sprang zum Ausbruch der Finanzkrise der Staat ein, und Gläubiger mussten sich zumeist nicht an den Kosten der Bankenrettung beteiligen. CoCos, so die Befürworter, kontern die Versuchung von Gläubigern, weiterhin hohe Risiken durch hoch-verzinsten aber riskante Kredite an Banken zu geben, da sie im Falle der Krise zu Eigentümern werden, und somit das Risiko mittragen.

Mit diesem Argument erklärt sich auch das große Interesse von Policymakern an CoCos, die damit ein oft als volkswirtschaftlich sinnvoll erklärtes Ziel, nämlich die Beteiligung von Investoren an der Rettung der Banken sicherstellen können: "tail risk is not priced in private securities, although bank investors earn the associated risk premia if things go well".<sup>6</sup> CoCos, so die Annahme, reformieren die Kapitalanforderungen von Banken, und dienen als Instrument in Krisensituationen dazu, Banken schnell und effektiv rekaptalisieren.<sup>7</sup> Eine renommierte Expertengruppe führt Contingent Convertible Bonds als ein wichtiges Instrument für die zukünftige Verhinderung von Wirtschaftskrisen in ihrem unter dem Titel "The Squam Lake Report: Fixing the Financial System" auf.<sup>8</sup>

## B. Der CoCo-Markt in Deutschland - fiskalische Unsicherheit

Anders als in den meisten europäischen Ländern, z.B. der Schweiz oder UK, steht in Deutschland noch eine unklare Regelung der bilanziellen und damit fiskalischen Behandlung von CoCos einer Emission deutscher Banken im Wege.

Streitpunkt ist dabei die Zinszahlungen, d.h. der Kupon, den Banken in anderen Ländern als Betriebsausgabe vom Vorsteuergewinn abziehen können. Dadurch können Banken die typischerweise wesentlich höheren Kosten als sie bei einer konventionellen Anleihe fällig sind, per Steuerabzug wieder vereinnahmen. Im deutschen Markt hat sich zwischen Bund und Ländern noch keine Einigung erzielen lassen, ob man dem Weg anderer Märkte, den Vorsteuerabzug bei CoCos zulassen will oder nicht. Die Diskussion dreht sich dabei im Kern um die Frage, ob CoCos eher dem Eigenkapital zugerechnet werden sollten, oder dem Fremdkapital.<sup>9</sup>

---

<sup>6</sup> ibid

<sup>7</sup> ibid

<sup>8</sup> French et al. 2010

<sup>9</sup> Siehe dazu auch Bartz 2014

### C. Der Auslöser (“Trigger”) ist ein wesentlicher Faktor für das Risiko/Returnprofil eines CoCo

Entscheidend bei CoCos ist der in den Konditionen festgeschriebene Trigger<sup>10</sup>. Eine einfache Systematik findet sich bei Prasad<sup>11</sup>. Der Autor unterscheidet zwischen unwillkürlichen (“mechanical”) und willkürlichen Auslösern (“discretionary”). Während unwillkürliche Auslöser sich auf (vermeintlich) feste Größen wie Buchwert oder Marktwert beziehen, stehen willkürliche Auslöser im Ermessen des Emittenten oder eines Regulators.

Bei Emissionen von CoCos in den vergangenen Jahren wurden unterschiedlichste Auslöser festgelegt<sup>12</sup>. Referenzgrößen waren dabei z.B. die Eigenkapitalquote (Barclays 2013), eine vom Regulator ausgerufene Krisensituation (BBVA 2010; Barclays 2013), oder eine Kombination aus Eigenkapitalquote und der Feststellung des Schwellenwertes durch die Marktaufsicht (Credit Suisse 2010).

Wird der festgesetzte Schwellenwert für z.B. die Eigenkapitalquote unterschritten, und damit der Trigger ausgelöst, dann werden die Anleihescheine automatisch in Aktien konvertiert. Liegt der Schwellenwert z.B. bei 5% der Core Tier One Eigenkapital einer Bank, und wird der Schwellenwert erreicht, dann würde durch die Umwandlung des CoCo in Aktien die Kapitalquote wieder signifikant erhöht. Im Falle eines CoCos der Lloyds Bank, wurde ein Trigger von 5% Kern-Eigenkapitalquote vereinbart, bei dem die Umwandlung des CoCo die Eigenkapitalquote wieder über 6,5% heben würde.

Sind unwillkürliche Auslöser besser als willkürliche?

Man kann skeptisch sein, ob und wie sinnvoll die Kopplung eines Auslösers an das Ermessen eines Regulators ist, da Marktaufsichten und Regulatoren in der Vergangenheit häufig ein "forbearance risk" unterlagen d.h. zunächst zu duldsam zu sein, und damit zu spät eingegriffen zu haben.

Intuitiv plausibel ist es davon auszugehen, dass CoCos nur dann sinnvolle und für den Investors nachvollziehbare Anlageprodukte sein können, wenn der Schwellenwert, an dem der Auslöser greift und Anleiheanteile in Aktien gewandelt werden, unwillkürlich ist d.h. auf Basis einer objektiven Berechnungsgrundlage ermittelt werden kann. Dennoch ist Skepsis geboten bei den sogenannten marktbasieren Auslösern.

Konzipiert, aber noch nicht umgesetzt, sind z.B. CoCos, bei denen sich der Auslöser auf eine Kombination von Aktienkurs mit dem CDS Spread bezieht. Beides sind Größen, die sich im Markt beobachten lassen, und unter bestimmten Umständen auch manipulieren lassen. Wenn z.B. der marktbasierte Auslöser der Aktienpreis ist, können Aktionäre durch gezielten Verkauf der Aktie den Kurs unter Druck setzen, und damit *gezielt* eine Wandlung auslösen. Ein Beispiel<sup>13</sup> verdeutlicht dies. Bei einer Arbitragestrategie, bei der ein Aktionär zeitgleich nicht nur Aktien sondern auch CoCo-Anteile besitzt, ergibt sich die rein rechtlich zulässige Möglichkeit der Manipulation:

---

<sup>10</sup> Flannery & Perroti, 2011; Flechter et al. 2011; Mackinger 2012

<sup>11</sup> Prasad 2013

<sup>12</sup> ibid

<sup>13</sup> McDonald 2011, zitiert nach Mackinger 2012:34

“Angenommen, der Wert einer Aktie liegt bei USD 51 und eine USD 1000 Bond wird in 20 Aktien gewandelt sobald der Aktienkurs unter USD 50 fällt. Hält der Investor die Anleihe, ist es ihm theoretisch möglich, den Preis auf USD 49 zu drücken [d.h. wenn er ein entsprechend großes Aktienpaket hält und verkaufen kann]. Dadurch würde eine Umwandlung ausgelöst und der ehemalige Anleihegläubiger wäre nun Inhaber von 20 Aktien. Sobald sich der Aktienkurs auf USD 51 erholt, hätte der Aktionär durch die Wandlung 2% Gewinn erwirtschaftet.”

Forderungen nach Verbot z.B. von Leerverkäufen des Basiswertes durch CoCo-Besitzer werden als zwingend notwendige regulatorische Massnahmen gefordert<sup>14</sup>. Ganz gleich, wie wahrscheinlich solche Anlagestrategien zum Zwecke einer Manipulation der erzwungenen Wandlung sind, lässt sich ableiten, dass die Referenzierung des Auslösers auf den Aktienkurs, wenn nicht sogar alle markbasierten Kennzahlen, vermutlich nicht die beste Lösung für einen möglichst objektiven Trigger darstellen.

Aber auch die Eigenkapitalquote als institutsbezogene Grösse ist nicht so “straight forward”, wie man glauben könnte.

Im Rahmen der Verabschiedung der CRD IV/CRR-Direktive durch das europäische Parlament ist das Regelwerk Basel III des Basel Committee on Banking Supervision europäisches Recht, das Banken ab dem 01. Januar 2014 anwenden müssen. Ab 2014 haben Banken die laut Basel 3 “phase in”-Eigenkapitalquote zu berichten<sup>15</sup>. 2013 war dies noch die Basel 2.5 Eigenkapitalquote. Ab 2019 wird dann die Basel 3 (fully phased) Eigenkapitalquote obligatorisch. Banken berichten derzeit alle denkbaren Tier 1 Eigenkapitalquoten (Basel 2.5, Basel 3 (phase in), Basel 3 (fully phased)). Wenn also beispielsweise ein Investor den CoCo einer europäischen Universalbank mit einem Auslöser erwirbt, der bei 10% Tier1 Eigenkapitalquote liegt, weil er deren aktuelle Basel 2.5 Tier 1 ratio in Höhe von 15% als weit genug vom Auslöser entfernt wähnt, wird er eine böse Überraschung erleben, wenn er später feststellt, dass sich der CoCo auf Basel III (phase in) bezieht - hier liegt die Universalbank derzeit bei 12.6% - oder womöglich auf Basel III (fully phased), unter dessen Regime diese Bank nur noch eine Eigenkapitalquote von 9% besitzt. Es ist in jedem Fall davon auszugehen, dass die Eigenkapitalquoten von Banken in den kommenden Jahren volatiler werden.<sup>16</sup>

Hier lässt sich die Forderung an den Emittenten formulieren, dass in den Konditionen des CoCo die zum Zeitpunkt der Emission verpflichtend zu berichtende Eigenkapitalquote festgelegt und arretiert wird, sodass zum Zeitpunkt einer möglichen Wandlung auf diese Berechnungsgrundlage referenziert wird - die sich von der zum Zeitpunkt der Wandlung, der in der Zukunft liegt, nach heutiger Erkenntnis unterscheiden wird.

Generell ist ein möglichst früher Zeitpunkt der Wandlung der CoCos in Aktien sinnvoll d.h. ein sogenannter “hoher Trigger”<sup>17</sup>, nämlich ein Auslöser, der sich an einer (noch) hohen Eigenkapitalquote orientiert. Dies führt dazu, dass Gläubiger bereits zu einem frühen Zeitpunkt zu Eignern werden. Eine späte Wandlung von CoCos, wenn die Unternehmensfortführung (“going concern”) nicht mehr gewährleistet ist, und eine kontrollierte Zerschlagung (“gone concern”) diskutiert wird, setzt hingegen falsche Incentives für das Management und würde dem gerade von Regulatoren gewünschten Ergebnis einer effektiveren und umsichtigeren Risikosteuerung von Banken widersprechen.

---

<sup>14</sup> Flannery 2009

<sup>15</sup> Basel Committee on Banking Supervision (2014)

<sup>16</sup> S&P 2014

<sup>17</sup> siehe dazu insb. Mackinger 2012:41ff

## **D. Die Art der Wandlung und damit verbunden die Wandlungsquote ist ein weiterer Faktor für das Risk/Return-Profil eines CoCo**

Der Ernstfall d.h. die Wandlung von CoCo-Anteilen in Eigenkapital ist bislang noch nicht eingetreten. Es ist aus diesem Grund kaum möglich, realistische Abschätzungen vorzunehmen, welche Konsequenzen sich ergeben könnten, wenn es zu einem Trigger bei einem einzelnen Institut kommt (z.B. die "Ansteckungsgefahr" anderer Institute).

Auch können in Ermangelung von Erfahrung mit der Wandlung eines CoCos nur Mutmaßungen angestellt werden, ob sich beim Annähern eines Schwellenwertes, der für einen Trigger definiert wurde, Investoren nicht panikartig von Aktien des Instituts trennen, was in aller Regel den Aktienpreis unter Druck setzt. Die dann einsetzende Dynamik d.h. der Preisverfall scheint es notwendig zu machen, die Quote für die Wandlung an festen, nominalen und monetären Werten festzumachen, und weniger an einer Anzahl von Aktien je Anleiheanteil. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass sich angesichts eines anstehenden Wandels von CoCo-Anteilen in Aktien, und bei einem Aktienkurs, der unter Druck geraten ist, nicht Investoren, die einen aggressiven Anlagestile wie z.B. short-selling verfolgen, die Krisensituation des Instituts zugunsten machen würden.

Die Tabelle 1 gibt einen Überblick über verschiedene Arten und Varianten der Umwandlung. Es ist nicht die Absicht des Autors, die unterschiedlichen Arten hinsichtlich ihrer Gestaltung zu bewerten. Letztlich muss auch für CoCos gelten, was für andere Anlageprodukte gilt: ob ein Investor das Produkt erwirbt und, je nach Gestaltung das inhärente Risiko "mit kauft", ist seine eigene Entscheidung. Nur sollten Emittenten das Risiko entsprechend transparent in den Konditionen des Anlageproduktes darstellen. Dass bei Anleihen der Prospekt ein wenig hilfreiches Instrument ist, ist hinlänglich bekannt<sup>18</sup>.

Aber selbst wenn die Konditionen eines CoCo transparent kommuniziert werden, dann muss sich der Investor darüber im Klaren sein, dass er bei einigen Varianten - es sind dies jene, die als Referenzgröße eine fixierte Anzahl von Aktien nutzen, oder erst Referenzpunkte für die Wandlung zum Zeitpunkt des Auslösers definieren - ein Wertpapier erwirbt, dessen "wahres Gesicht" sich erst in der Krise zeigt. Auch die riskanten Varianten von CoCos können sinnvoll sein, wenn sie - immer unterstellt, das höhere Risiko wird mit einem vergleichsweise hohem Kupon honoriert - im Rahmen der Asset Allocation als Performancetreiber und in begrenztem Umfang zur Portfolio-Optimierung eingesetzt werden. Damit können sie einen ähnlichen Rang einnehmen wie High Yield-Bonds oder z.T. auch sogenannte mittelständische Anleihen.

---

<sup>18</sup> Die DVFA erachtet Prospekte als juristische, aber nicht als kommunikative Instrumente einer Emission. Sie sind in aller Regel zu umfangreich, und für Anleger wichtige Informationen wie Schutzklauseln müssen häufig mühsam zusammen gesucht werden. Siehe dazu die DVFA Mindeststandards für Bondkommunikation 20XX.

Eine Variante von CoCos ("Write-down Bond") wandelt nicht beim Erreichen des Schwellenwertes, sondern schreibt den Wert des CoCo ab, um damit den Schuldenstand und Zinsendienst zu reduzieren<sup>19</sup>. Diese Variante kommt überwiegend bei Banken im öffentlich-rechtlichen oder genossenschaftlichen Sektor zum Zuge, da es den Instituten aufgrund ihrer rechtlichen Verfassung nicht erlaubt ist, Aktien zu emittieren. So kann z.B. die Rabobank bis zu 75% des Wert ihrer Senior Contingent Note abschreiben, wenn die Kapitalquote der Bank unter 7% fällt<sup>20</sup>

Umwandlungsart	Festlegung Umwandlungswert	Vor-/Nachteile
Umwandlung in eine fixe Menge an Eigenkapital	Umwandlung zum Nennwert	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wenn Aktienkurs bei Wandlung niedrig, erhalten Investoren für ex ante definierte Menge an EK mehr Aktien.</li> <li>• Kupon niedriger d.h. weniger Emissionskosten für CoCo, aber höhere Kosten für Emittent bei Wandlung.</li> </ul>
	Umwandlung unter dem Nennwert	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reduziert Gefahr der absichtlichen Wandlung durch CoCo-Besitzer, setzt aber Anreiz für Aktionäre, Wandlung herbei zu führen.</li> <li>• Höhere Emissionskosten für Emittent, da höhere Zinszahlungen, aber geringere Kosten für EK bei der Wandlung.</li> </ul>
	Umwandlung unter bzw. zu bzw. über dem Marktpreis des CoCos zum Zeitpunkt der Wandlung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Geringeres Verwässerungsrisiko für Aktionäre, da Umwandlungskurs orientiert am Handelspreis und damit an Wert des Kapitals.</li> <li>• Höhere Gesamtkosten, da mithin unsicherste Variante für Emittent und Investor.</li> </ul>
	Wertabschlag statt Umwandlung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Höhere Kupons für Investoren, aber Gefahr der Teil- oder gar Vollabschreibung, damit hoher potentieller Verlust.</li> </ul>
Umwandlung in eine fixierte Anzahl an Aktien	Anzahl der auszugebenden Aktien wird bei der Emission festgeschrieben.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vorteilhaft für Aktionäre, da Verwässerungseffekt bei Wandlung begrenzt.</li> <li>• CoCo-Besitzer erleiden bei Wandlung Verluste, als wären sie Aktionäre.</li> <li>• Bietet von allen Varianten mutmasslich den wenigsten Anreiz der Manipulation eines Wandels.</li> </ul>
Umwandlung in eine variable Anzahl an Aktien und eine variable Menge an Eigenkapital	Bei Erreichen des Auslösers wird die nötige Eigenkapitalquote festgelegt. Anzahl der Aktien = benötigte Kapitalmenge $\cdot$ Aktienkurs zum Zeitpunkt des Auslösers.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unsicherheitsfaktoren erschweren CoCo-Inhaber die Bewertung.</li> <li>• Gesamtkosten der Emission und Wandlung wesentlich höher als bei anderen Varianten.</li> </ul>

Tab. 1. Umwandlungsarten nach Mackinger 2012, Darstellung DVFA

Da wie gesagt noch nicht viel Erfahrungen mit der Wandlung von CoCos in Aktien bestehen, ist noch nicht belegt, wie sich Investoren und Märkte im "Ernstfall" verhalten würden. Eine Annahme ist, dass, sobald sich die wirtschaftliche Situation eines Instituts verschlechtert und sich die Eigenkapitalquote sich der Trigger-Schwelle nähert, Aktionäre bereits handeln würden, und versuchen würden, sich von dem Titel zu trennen, da sie mutmaßlich erwarten würden, dass sich der Wert der Bank durch Auslösen des Triggers drastisch reduzieren würde. Durch die Wandlung von Anleihescheinen in Aktien geriete der Kurs unter Druck, der,

<sup>19</sup> Mackinger 2012

<sup>20</sup> Pazarbasioglu et al. 2011

aufgrund der bestehenden Krisensituation der Bank, ohnehin sehr niedrig sei.<sup>21</sup> In der Folge könne sich ein “Todesspiralen-Effekt” ergeben.

Dass die Preisfindung nicht einfach “nach Schema F” vonstatten gehen kann, zeigt die Tabelle unter Abschnitt D. Der Kupon eines CoCo korreliert dabei, wie zu erwarten ist, mit dem Risiko für den Käufer. Je höher der Kupon, umso mehr lassen sich Käufer auf im Krisenfall eher ungünstige Konditionen ein - sei es, weil sie weniger Einfluss als der Emittent und seine Aktionäre darauf haben, ob und wann die Wandlung herbeigeführt wird, sei es, weil sie eine Wandlungsquote in Kauf nehmen, die auf dynamischen Faktoren beruht, die sich bei der Annäherung an eine Krisensituation eher für sie unvorteilhaft entwickeln. Dies ist insbesondere der Fall, wenn eine Wandlung in eine fixierte Anzahl von Aktien vereinbart wurde, und sich der Aktienpreis durch das Eintreten einer Krise schon verschlechtert haben dürfte.<sup>22 23</sup>

---

<sup>21</sup> Dieses Argument ist häufig von Marktakteuren in der Tages- und Fachpresse vorgebracht worden, vergl. Die Presse am 13.12.2010 sowie am 03.03.2011; FAZ 01.04.2010; in jüngerer Vergangenheit in der Financial Times am 13.03.2014.

<sup>22</sup> Berg & Kaserer, 2014; Koziol & Lawrenz, 2012; Mackinger 2012

<sup>23</sup> Koziol & Lawrenz, 2012





## Literatur

Albul, B., Jaffee, D. M., & Tchisty, A. (2010). Contingent convertible bonds and capital structure decisions.

Bartz, Tim (2014). Pflichtwandelanleihen. Steuerproblem bremst deutsche Banken bei der Kapitalbeschaffung. Artikel eingesehen am 03. April 2014 unter <http://www.managermagazin.de/immobilien/artikel/steuerstreit-bei-pflichtwandelanleihen-bremst-deutsche-banken-aus-a-945735.html>

Basel Committee on Banking Supervision (2014), Homepage, eingesehen am 2. April 2014 unter <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

Berg, T., & Kaserer, C. (2014). Does contingent capital induce excessive risk-taking and prevent an efficient recapitalization of banks. *Humboldt Universität Zu Berlin and Technische Universität München (TUM)*.

Bolton, P., & Samama, F. (2012). Capital access bonds: contingent capital with an option to convert. *Economic Policy*, 27(70), 275–317.

Calomiris, C. W., & Herring, R. J. (2011). Why and how to design a contingent convertible debt requirement. *Available at SSRN 1815406*.

Chen, N., Glasserman, P., Nouri, B., & Pelger, M. (2012). CoCos, Bail-In, and Tail Risk. *Office of Financial Research Working Paper*, 4.

Flannery 2009

Flannery, M., & Perotti, E. (2011a). CoCo design as a risk preventive tool. DSF Policy Paper No.11. Eingesehen am 03. April 2014 unter <http://dare.uva.nl/document/461910>

Flechter, Jonathan et al. (2011). Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features. IMF Staff Discussion Note. Amazon Kindle eBook.

Hilscher, J., & Raviv, A. (2011). Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability. *Brandeis University, Massachusetts*.

Koziol, C., & Lawrenz, J. (2012). Contingent convertibles. Solving or seeding the next banking crisis? *Journal of Banking and Finance*, 36(1), 90–104.

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2013-0114+0+DOC+XML+V0//EN#BKMD-21>

ISBN: 978-3-92-87-59-28-1

© 2014 DVFA e.V.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

© 2014 DVFA e.V.