
Contingent Convertible Bonds (CoCos)

Ralf Frank DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.

In den vergangenen Jahren hat eine relativ neue Form der Kapitalaufnahme, zumeist von Banken, Einzug in den Finanzmarkt gehalten: Contingent Convertible Bonds, kurz CoCos. Laut Dealogic¹ wurden allein in Europa im Jahr 2013 ca. USD 14,3 Mrd. an CoCos emittiert; bis März 2014 waren es schon USD 10 Mrd. CoCos sind komplex und schwierig zu bewerten. Deshalb ist diese neue Anlagegattung unter Finanzmarktakteuren nicht ganz unumstritten.

Nachdem das Bundesfinanzministerium nun eine erhebliche Unklarheit bezüglich der steuerbilanziellen Behandlung von CoCos beseitigt hat, und der Emittent Zinszahlungen nunmehr als Kosten vom Vorsteuergewinn abziehen kann, ist damit zu rechnen, dass auch deutsche Banken CoCos in nennenswerten Größenordnungen begeben werden.

Dieses Papier versucht, CoCos als Anlageinstrument einzuordnen². Dazu werden im Folgenden Gründe für ihre Entstehung, Anreizstrukturen von Emittenten und Investoren sowie Designelemente beschrieben. Bei letzteren liegt der Schwerpunkt auf zwei entscheidenden Aspekten von CoCos: dem Auslöser sowie die Art der Wandlung.

A priori sind CoCos weder „gute“ noch „schlechte“ Anlageprodukte. Nur eine Analyse der Details ihrer Gestaltung kann darüber Auskunft geben, inwiefern dynamische Faktoren in die Konditionen und in die Preisgestaltung Einzug gefunden haben und wie riskant oder spekulativ die Papiere im Ergebnis sind (Chen et al. (2012); Flannery and Perotti (2011); Hilscher and Raviv (2012); Mackinger (2012)). Bei einigen Spielarten von CoCos zeigt sich das wirkliche Risiko/Return-Profil zudem erst in der Krise, und zwar dann wenn die Wandlung ansteht, und wenn sich Aktienkurs und Kapitalquote im Verlauf von wenigen Stunden reduzieren können, wie das Beispiel der Lehman Brothers Insolvenz in 2008 zeigte.

¹ zitiert nach FT 13.03.2014

² Der Autor bedankt sich bei Guido Hoymann, Prof. Dr. Jens Lecker, Prof. Dr. Raimond Maurer, Prof. Dr. Ekaterina Svetlova, und Hubertus Vähth für wichtige Anregungen.

Einführung

CoCos sind eine spezielle Form von Wandelanleihen, d.h. Anleihen, die unter bestimmten Bedingungen das Eigenkapital von Banken erhöhen, entweder indem die Anleiheanteile in Aktien getauscht werden oder teilweise, völlig oder temporär abgeschrieben werden.³ CoCos sind hybride Wertpapiere, die Verluste absorbieren können, da sie beim Erreichen eines in den Konditionen des CoCo festgeschriebenen Schwellenwertes die Schuldenlast der Bank reduzieren und die Eigenkapitalquote erhöhen.

Drei Typen von CoCos werden unterschieden, die jeweils unterschiedliche Auswirkungen auf das Eigenkapital haben können:

1. Conversion-to-Equity (CE): bei der Wandlung von Anleiheanteilen in Aktien erhöht sich das so genannte regulatorische Kapital z.B. nach Basel III das Tier-1 Kernkapital (CET1).
2. Principal Write-down (PWD): bei der Wandlung wird der Wert der Anleihe abschlägig oder völlig abgeschrieben, wodurch die Verbindlichkeiten der Bank reduziert werden und sich dadurch ein außerordentlicher Ertrag ergibt, der in die Gewinnrücklagen eingestellt werden kann.
3. Temporary Write-down (TWD): bei der Wandlung kann der Wert der Anleihe vorübergehend reduziert werden, wodurch sich wie bei PWD die Verbindlichkeiten reduzieren, dies um die Eigenkapitalquote vorübergehend, d.h. bis zum Eintreten einer organischen Verbesserung zu entlasten. Ist dieser Zustand eingetreten, wird der Wert der Anleihe wieder auf den ursprünglichen Wert angehoben.

³ Im Markt werden mitunter auch Anleihen als CoCos bezeichnet, die streng genommen als eine Form bedingten Kapitals betrachtet werden müssten (Zaehres, 2011). In diesem Papier werden diese Spielarten als Varianten von CoCos mit behandelt.

PWD-Varianten kommen 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 (Avdjiev et al. (2013)). So kann z.B. die Rabobank bis zu 75 Prozent des Wertes ihrer Senior Contingent Note abschreiben, wenn die Eigenkapitalquote der Bank unter 7 Prozent fällt (Pazarbasioğlu et al. (2011)). Die PWD-Variante dürfte insbesondere für Rentenanleger interessant sein, deren Anlagevorschriften keine Investments in Instrumente erlauben, die im Default zu Aktien gewandelt werden (Fernández (2010)).

Was spricht für CoCos aus Sicht von Politik und Aussicht?

In der Literatur wird immer wieder festgestellt, dass es insbesondere Politik und Regulatoren waren, die den Einsatz von CoCos forderten und förderten (Castillo (2011); Flannery and Perotti (2011); Hu (2014); Mackinger (2012); Pilz (2011); Strongin et al. (2009); Zaehres (2011)).

In der Finanzkrise erhielten Banken, die sich bereits in Schieflage befanden, Kredite von institutionellen Anlegern und anderen Banken. Dadurch ergab sich ein systemisches Risiko, indem die Gläubiger von der Krise ihrer Schuldner „angesteckt“ wurden. So konnten sie in beträchtliche Mitleidenschaft gezogen werden. Aus diesem Grund sprang beim 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 nehmen, da sie im Falle der Krise zu Eigentümern werden, und somit das Risiko mit tragen.

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 zu geben, risikobewusst zu agieren: „tail risk is not priced in private securities, although bank investors earn the associated risk premia if things go well“ (Flannery and Perotti (2011)). CoCos, so die Annahme, reformieren die Kapitalanforderungen von Banken und dienen als Instrument in Krisensituationen dazu, Banken schnell und effektiv zu rekapitalisieren. Eine renommierte Expertengruppe benennt 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“ veröffentlichten Bericht (French et al. (2010)).

CoCos sind effektiver und kostengünstiger als Eigenkapitalerhöhungen, insbesondere im Krisenfall, wenn das Eigenkapital schon signifikant an Wert verloren hat. Damit inzentivieren CoCos Banken zu besserem Risikomanagement. Hätte, so eine Annahme (Calomiris and Herring (2011)), ein Markt für CoCos schon 2007 existiert, dann wären viele Banken nicht im Zuge der Finanzkrise ins Schlingern geraten, und der „systemic meltdown“ nach dem September 2008 hätte vermieden werden können. Autoren aus dem Hause Goldman Sachs behaupten den Nachweis erbracht zu haben, dass mit richtig strukturierten CoCos alle Banken in den USA, die 2009 am Stresstest der Marktaufsicht teilnehmen mussten („U.S. Supervisory Capital Assessment Program“), ohne Kapitalzuschuss des Staates ausgekommen wären (Strongin et al. (2009)).

Aber auch aus nicht regulatorisch bedingten Anreizen sind CoCos für Banken ein attraktives Instrument, nicht nur für die Krisenprävention, sondern auch um die Eigenkapitalquote zu *steuern* (Albul et al. (2010); Calomiris and Herring (2011)). Basel III als zentrales Regelwerk für Banken schreibt strengere Eigenkapitalvorschriften vor, die aber von der nationalen Marktaufsicht noch verschärft werden können - und werden. Schweizer Großbanken z.B. schreibt der Regulator eine Eigenkapitalquote von 19 Prozent vor, die damit doppelt so hoch ist wie Basel III vorschreibt. Dies kann bis in die bankinterne Risikosteuerung gehen. In UK schreibt die Marktaufsicht Bausparkassen eine „vorsichtiger“ Berechnung der Risikogewichtung vor wie z.B. durch eine Untergrenze von 15 Prozent für die Risikogewichtung von Eigenheimen.

Setzen CoCos Anreize zu risikobewusstem Verhalten?

Eine Beurteilung, ob CoCos einen Beitrag dazu leisten können, dass sowohl Banken wie auch Investoren risikobewusster agieren als in den Krisenjahren 2008 und 2009, kann nicht a priori vorgenommen werden, sondern muss zwangsläufig bei der Gestaltung der Konditionen des einzelnen CoCos ansetzen. Abhängig von der Perspektive auf CoCos, nämlich ob sie Instrumente der Umschuldung und der Krisenprävention sind (Pilz (2011)), und damit in ihrer Wirkung eher einer Versicherung gleichen, oder riskante, aber hochverzinsten Produkte, mit denen in zinsarmen Zeiten „Wetten“ im Portfolio gestaltet werden. Auf die beiden maßgeblichen Designaspekte, die Gestaltung des Auslösers und

die Art der Wandlung, wird später noch detailliert eingegangen.

So einfach CoCos sich auch konzeptionell ausnehmen, so komplex sind jedoch die Auswirkungen auf das Risiko-/Renditeprofil, die einzelne Gestaltungsmerkmale haben können. Die Konditionen eines CoCos bestimmen nicht nur, wie viel Risiko getragen werden muss, sondern wer letztlich das Risiko und die Kosten trägt: eher die Bank oder eher der CoCo-Besitzer (Flannery and Perotti (2011)). Parameter für den Auslöser (meist das Erreichen eines Schwellenwerts, zu dem Anleiheanteile in Aktien getauscht werden oder der nominelle Wert der Anleihe teilweise oder ganz abgeschrieben wird) 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 Mutmaßungen (Berg and Kaserer (2014); Bolton and Samama (2012); Flannery and Perotti (2011); Mackinger (2012); Pilz (2011); Strongin et al. (2009); Zaehres (2011)) über sich diametral widersprechende Anreize für Emittenten und ihre Aktionäre auf der einen und CoCo-Investoren auf der anderen Seite. Es dreht sich dabei in erster Linie um die Frage, ob eine der beiden Parteien durch die Merkmale des CoCos motiviert werden könnte, die Wandlung mutwillig herbeizuführen und damit den Schutzmechanismus für den Fall des „distress“, den ein CoCo theoretisch mit sich bringt, auszuhebeln.

Die Wandlung resultiert in einer Verringerung der Schuldenlast der Bank, aber gleichzeitig auch in einer Verwässerung („dilution“) des Eigenkapitals. Eine vereinfachte Betrachtung legt nahe, dass sich bei einer geringen Wandlung („stock-friendly“) für die Eigentümer Anreize ergeben, riskantere Geschäfte der Bank zu akzeptieren, wohingegen eine hohe Wandlung mit einer größeren Verwässerung („CoCo-friendly“) eher Anreize setzt, dass Aktionäre und das Management risiko-averser agieren (Hilscher and Raviv (2012)). Weiter unten wird gezeigt werden, dass es eine Frage des Designs und damit der Zielsetzung des CoCo ist, ob es zu einer ungleichgewichtigen Behandlung von Gläubigern kommt, bei der Aktionäre eher dazu fehlgeleitet werden könnten, die Wandlung offensiv zu suchen, oder zu einer Situation, in der Gläubiger darauf hinarbeiten, ihre Anleiheanteile in Aktien wandeln zu können.

Welcher Auslöser ist der bessere - ein technischer oder ein diskretionärer?

Der Auslöser („Trigger“) ist das vorab in den Konditionen festgelegte Kriterium für die Wandlung oder Abschreibung eines CoCo. Auslöser kann man wie folgt systematisieren (Avdjiev et al. (2013); Prasad (2013)):

1. technische - unwillkürliche Auslöser, z.B. der Buchwert des Eigenkapitals oder der Marktwert, z.B. der Aktienkurs
2. diskretionäre - willkürliche Auslöser, d.h. die Feststellung einer Krise durch die Marktaufsicht.

Während unwillkürliche Auslöser sich auf vermeintlich feste Größen wie Buch- 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. 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) (Prasad (2013)).

Wird der festgesetzte Schwellenwert für z.B. die Eigenkapitalquote unterschritten und damit der Trigger ausgelöst, dann werden die Anleihescheine automatisch in Aktien konvertiert (CE) bzw. abgeschrieben (PWD). Liegt der Schwellenwert z.B. bei 5 Prozent des 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 Prozent Kern-Eigenkapitalquote vereinbart, bei dem die Umwandlung des CoCo die Eigenkapitalquote wieder über 6,5 Prozent heben würde.

Der diskretionäre Auslöser des Regulators am sogenannten PONV („point of non-viability“, zu deutsch: der Punkt der Nicht-Überlebensfähigkeit) unterliegt gänzlich der Einschätzung der Aufsichtsbehörden über die Solvenz des Emittenten, die die Wandlung auslösen, wenn sie der Auffassung sind, dass nur so eine drohende Insolvenz abgewendet werden kann. PONV Auslöser haben den Vorteil gegenüber technischen Auslösern, dass sie nicht auf möglicherweise unzuverlässigen oder nicht tages-

aktuellen Bilanzdaten der Bank beruhen (Avdjiev et al. (2013)). Dennoch kann man skeptisch sein, ob und wie sinnvoll die Kopplung eines Auslösers an das Ermessen eines Regulators ist, da Marktaufsichten und Regulatoren in der Vergangenheit häufig einem „forbearance risk“ unterlagen, d.h. sie waren zunächst zu duldsam, und haben damit zu spät eingegriffen.

Intuitiv plausibel ist es, davon auszugehen, dass CoCos nur dann sinnvolle und für den Investor 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 marktbasierten Auslösern.

Konzipiert wurden beispielsweise CoCos, bei denen sich der Auslöser auf eine Kombination von Aktienkurs und CDS Spread bezieht. Beides sind Größen, die sich im Markt beobachten und unter bestimmten Umständen auch beeinflussen 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 verdeutlicht dies (McDonald, zitiert nach Mackinger (2012)). Bei einer Arbitragestrategie, bei der ein Aktionär zeitgleich nicht nur Aktien, sondern auch CoCo-Anteile besitzt, profitiert er auch, wenn der Aktienkurs fällt. Dies könnte sich z.B. ergeben, wenn der Investor ein großes Aktienpaket verkauft:

Angenommen, der Wert einer Aktie liegt bei USD 51 und ein USD 1000 Bond wird in 20 Aktien gewandelt, sobald der Aktienkurs unter USD 50 fällt. Hält der Aktieninvestor die Anleihe, ist es ihm theoretisch möglich, den Preis auf USD 49 zu drücken. 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 Prozent Gewinn erwirtschaftet.

Ganz gleich, wie wahrscheinlich solche Anlagestrategien zum Zwecke einer Beeinflussung der erzwungenen Wandlung sind, lässt sich aus dem Beispiel ableiten, dass die Referenzierung des Auslösers auf den Aktienkurs vermutlich nicht die beste Lösung für einen möglichst objektiven Trigger darstellt. Denkbar sind neben den oben angesprochenen Auslösern unter anderem auch Faktoren

wie die Ratingbeurteilung. So hat die Ratingagentur Moody's schon einmal vorsorglich erklärt, keine CoCos zu raten, bei denen eine Verschlechterung des Emittenten-Ratings als Kriterium für den Auslöser genommen wird (Fernández (2010)).

Aber auch die Eigenkapitalquote als institutsbezogene Größe ist nicht so eindeutig, 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 (Deutsche Bundesbank (2011)). Ab 2014 haben Banken die Eigenkapitalquote laut Basel III (phase in) zu berichten. 2013 war dies noch die Basel 2.5 Eigenkapitalquote. Ab 2019 wird dann die Basel III (fully phased) Eigenkapitalquote obligatorisch. Banken berichten derzeit alle denkbaren Tier 1 Eigenkapitalquoten (Basel 2.5, Basel III (phase in), Basel III (fully phased)). Wenn also beispielsweise ein Investor den CoCo einer Bank mit einem Auslöser erwirbt, der bei 10 Prozent Tier 1 Eigenkapitalquote liegt, weil er deren aktuelle Basel 2.5 Tier 1 ratio in Höhe von 15 Prozent 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 Bank derzeit bei 12.6 Prozent - oder womöglich auf Basel III (fully phased), unter dessen Regime diese Bank nur noch eine Eigenkapitalquote von 9 Prozent besitzt (4).

Hier lässt sich die Forderung an den Emittenten formulieren, in den Konditionen des CoCo die zum Zeitpunkt der Emission verpflichtend zu berichtende Eigenkapitalquote festzulegen und zu arretieren, so dass 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. Der Squamlake-Report empfiehlt eine Kombination von Faktoren, die in einen Trigger eingehen sollte, und zwar eine Kopplung eines technischen Faktors wie der Eigenkapitalquote mit einem diskretionären Faktor wie der Auslösung durch die Marktaufsicht, die offiziell die Krise „feststellt“ (French et al. (2010)).

Generell ist ein möglichst früher Zeitpunkt der Wandlung der CoCos in Aktien sinnvoll, d.h. ein sogenannter „hoher Trigger“, nämlich ein Auslöser, der sich an einer (noch) hohen Eigenkapitalquote orientiert. Dies führt dazu, dass Gläubiger bereits

⁴Der Autor dankt Guido Hoymann für diese Analyse

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 (Avdjiev et al. (2013); Flannery and Perotti (2011); Mackinger (2012)).

Welche Rolle spielt die Wandlungsquote?

Der Ernstfall - 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 einer Wandlung 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 als Auslöser 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 Anlagestil wie z.B. short-selling verfolgen, die Krisensituation des Instituts zunutze machen würden.

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 zu wenig hilfreiches Instrument ist, ist hinlänglich bekannt.

Aber selbst wenn die Konditionen eines CoCo trans-

parent kommuniziert werden, muss sich der Investor im Klaren sein, dass er bei Varianten, die als Referenzgröße eine fixierte Anzahl von Aktien nutzen oder erst Referenzpunkte für die Wandlung zum Zeitpunkt des Auslösers definieren, ein Wertpapier erwirbt, dessen Wert sich erst in der Krise zeigt. Dennoch können auch die riskanten Varianten von CoCos sinnvoll sein, wenn sie das höhere Risiko mit einem vergleichsweise hohen Kupon honorieren. Im Rahmen der Asset Allocation können sie dann als Performancetreiber und in begrenztem Umfang zur Portfolio-Optimierung eingesetzt werden. Damit können sie einen ähnlichen Rang einnehmen wie hochverzinsliche Bonds oder z.T. auch sogenannte Mittelstandsanleihen.

Nun ist klar, dass die Preisfindung nicht einfach ist. Der Kupon eines CoCo korreliert 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. Mit der Preisfindung und der Marktfähigkeit setzt sich der folgende Abschnitt auseinander.

Wie riskant sind CoCos, was ist ihr richtiger Preis?

Kritiker bemängeln, dass die gängigen Analysen des CoCo-Marktes und insbesondere der Risikoprofile individueller CoCos unvollständig seien, weil sie sich unkritisch auf die Vorteile von CoCos für Bankbilanzen und die Flexibilität von Anleihekonditionen für den Emittenten konzentrierten, dabei aber die treuhänderischen Verpflichtungen gegenüber den CoCo-Bondinvestoren vernachlässigten (Hu (2014)). Auf der Achse von going concern zu gone concern sind Konflikte bei der Bestimmung des Auslösers vorprogrammiert, und Verluste für CoCo-Inhaber sind sehr wahrscheinlich. Daher sollten investoren auf die Corporate Governance Bedingungen im Sinne der Gläubiger achten..

So warnt der Verband der britischen Versicherungen ausdrücklich vor CoCos als „einem undurchdachten Instrument“, dessen Investoren bei der Wandlung so oder so Verluste erleiden oder sich ei-

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

Tabelle 1: Arten der Wandlung. Nach Mackinger (2012), Darstellung DVFA

nem „Haircut“ unterziehen müssten (Jones (2010)).

Die Bewertung und damit Bepreisung von CoCos im Sekundärmarkt steckt noch in den Kinderschuhen, auch wenn auf akademischer Ebene bereits gute Vorschläge erarbeitet wurden (z.B. bei Buergi (2012); DeSpiegelheer and Schoutens (2012)). Wie schon oben ausgeführt steckt der Teufel in den (Design-) Details eines CoCo, nämlich nicht nur, ob sich der Trigger auf die Eigenkapitalquote bezieht, und wie sie definiert wurde, oder auf Marktdaten wie CDS-Spreads oder den Aktienkurs, sondern auch wie die Auslöser zusammenspielen mit der Art der Wandlung, d.h. ob diese sich auf einen nominellen Betrag bezieht, oder auf eine fixe Anzahl von Aktien, oder ob die Anleihe scheine abgeschrieben werden. Zum Zeitpunkt der Abfassung dieses Papier besitzen nur einige wenige CoCos ein Rating, und die großen drei Ratingagenturen scheinen noch an geeigneten Ratingmodellen zu arbeiten.

Moody's, Standard & Poor's sowie Fitch haben CoCos in den vergangenen Jahren eher als prekäre Instrumente eingeschätzt, und zwar aufgrund der zugrunde liegenden regulatorischen und finanziellen Risiken, insbesondere weil 1) auslösende Situationen und Ereignisse schwer abzuschätzen geschweige denn vorherzusagen sind, 2) sich Verluste, die CoCo-Besitzer im Falle der Wandlung erleiden würden, kaum berechnen lassen, 3) gleiches für das Potential von CoCos, Eigenkapitalverluste von Banken aufzufangen, sagen ließe und es 4) noch Unklarheiten gibt, wie CoCos in regulatorischer Hinsicht bewertet werden (Bishop et al. (2009)). Ratingkritiker bemängeln zudem, dass bei existierenden Ratings detailliertere Daten und Informationen zur Unternehmensfortführung (going concern), die wesentlich wichtiger für die Abschätzung des Risikos eines CoCos sind als das Kreditrisiko, kaum in die Ratings eingegangen seien (Hu (2014)).

Im Jahr 2010 gab Moody's bekannt, dass man nur dann CoCos raten werde, wenn sich plausibel erkennen ließe, unter welchen Umständen und wann die Wandlung vorkommen könnte, wenn also der Auslöser auf objektiven und messbaren Größen beruht. Mehr noch: die Ratingagentur deutete an, dass man unter keinen Umständen CoCos raten werde, bei denen die Wandlung diskretionär in den Händen des Emittenten läge oder Auslöser definiert würden, die keine Aussagefähigkeit über die finanzielle Verfassung des Emittenten machten oder bei denen das Credit Rating als Faktor in den Auslöser eingehe (zitiert nach Fernández (2010)). Damit dürfte das CoCo Rating-Universum von Moody's sich relativ überschaubar gestalten, sind doch bei den meisten CoCos solche Designelemente zur Anwen-

dung gekommen. Fitch hingegen gab im gleichen Jahr bekannt, dass man daran arbeite, schon bald CoCos raten zu können (Castillo (2011)).

Auch wenn sich die Nachfrage nach Ratings von CoCos aus dem Markt in den vergangenen Monaten stark erhöht haben dürfte, stehen Ratingagenturen dem Instrument nach wie vor skeptisch gegenüber. Eine Präsentation von Standard & Poor's von Februar 2014 im Zusammenhang mit einer Einladung an Investoren zur Kommentierung einer Veränderung der Ratingmethodik zeigt dies (Standard and Poor's (2014)). Laut Standard & Poor's ist das Risiko von Investments in hybride Produkte generell gestiegen, weil Basel III strengere Eigenkapitalpuffer fordere, weil Regulatoren den PONV (point of non viability, den Auslöser) früher als in der Vergangenheit erklären würden und weil Eigenkapitalquoten von Banken zukünftig volatiler und damit schlechter zu prognostizieren seien - Letzteres, weil die Marktaufsichten zunehmend die Tendenz an den Tag legten, auf die Risikogewichtung individueller Banken Einfluss zu nehmen.

Für welche Investoren sind CoCos geeignet?

Bislang haben überwiegend Privatanleger und kleinere Privatbanken in Europa und Asien CoCos gekauft. Das Kaufargument war vermutlich der außerordentlich attraktive Kupon in Zeiten eines Niedrigzinsumfelds. Daneben haben einige US-amerikanische institutionelle Anleger in CoCos investiert, wenngleich im Vergleich zu ihren Investments in anderen Anlageklassen eher noch in bescheidenem Umfang.

Laut Dealogic war der CoCo-Markt 2013 ca. USD 13 Mrd. groß. Davon machten Privatbanken und Privatanleger ca. 52 Prozent Prozent aus, während Asset Management Firmen 27 Prozent des Volumens ausmachten, sowie Hedge Funds mit 9 Prozent vertreten waren. Weder Geschäftsbanken (3 Prozent) noch Versicherungen (ebenfalls 3 Prozent) schienen dabei sonderlich interessiert. Letztere müssen nach Solvency II vermutlich ohnehin entsprechend viel Eigenkapital für CoCos unterlegen (Avdjiev et al. (2013)).

Erstaunlich an diesen Marktdaten ist der hohe Anteil an Privatanlegern und kleineren Instituten. Denn aus Sicht der DVFA eignen sich CoCos nicht sonderlich für Privatanleger.

Zunächst kommen bei CoCos unterschiedliche Marktrisiken zum Tragen (vergl Prasad

(2013)):

1. eine (noch?) begrenzte Liquidität des Marktes: große Investorengruppen zögern noch mit einer Investition in diese Anlageklasse
2. die Möglichkeiten der Einflussnahme auf den Zeitpunkt für den Auslöser
3. die für einen fungiblen Sekundärmarkt unerlässliche Methodik für die Bepreisung von CoCos ist hoch komplex und abhängig von zugrunde liegenden Annahmen und Modellen.

Es ist davon auszugehen, dass sich das Problem der begrenzten Liquidität mit Zunahme von Anzahl und Volumen von Emissionen von allein löst.

Dann bleibt noch das Problem der möglichen Einflussnahme. Dies könnte durch eine Verbesserung der Transparenz des Reportings und einer rigorosen Anwendung von Prinzipien einer guten Corporate Governance des Emittenten im Sinne des Gläubigers gelöst werden.

Zuletzt besteht noch das Problem der Preisfindung, sowohl im Primärmarkt, d.h. die Gestaltung der Konditionen (Auslöser, Wandlungsquote) als auch im Sekundärmarkt. Auch hier dürfte sich in den kommenden Jahren noch einiges entwickeln.

Es liegt der DVFA nicht daran, Anlegern Vorschriften zu machen, welche Produkte sie kaufen sollten oder dürfen, und welche nicht. Im Sinne ihres Selbstverständnisses „Verantwortung im Kapitalmarkt“ steht die DVFA für einen mündigen Anleger, der versteht, auf welche Risiken er sich bei einem Investment einlässt. Diese Haltung beruht aber auf der Prämisse intakter Märkte, in denen nicht nur klare regulatorische Vorgaben greifen, sondern sich auch Usancen und Best Practices im Sinne von Konventionen etablieren.

Für den CoCo-Markt müssen diese Usancen erst noch etabliert und Erfahrungen gesammelt werden. Im Folgenden werden Ideen entwickelt, wie CoCos gestaltet werden sollten, welches Verhalten Emittenten zeigen sollten, und wie das Marktumfeld, mithin die Spielregeln durch den Regulator zu gestalten sind, damit sich ein fungibler und nachhaltiger Markt ergeben kann.

Empfehlungen der DVFA zur Gestaltung von CoCos

Zusammenfassung der Empfehlungen

1. Der Auslöser beruht auf der Eigenkapitalquote.
2. Die Eigenkapitalquote ist nachvollziehbar, in ihrer Grundlage nachzurechnen, und bleibt konstant über Perioden und regulatorische Vorgaben hinweg.
3. Die Berechnungsgrundlage für die Eigenkapitalquote wird ausgewiesen und in den Konditionen festgeschrieben.
4. Der Auslöser ist hoch d.h. $EKQuote(Emission) - EKQuote(Trigger) \geq 5\text{Prozentpunkte}$.
5. Die Wandlungsquote bezieht sich auf einen nominellen Wert des Eigenkapitals zum Nennwert ODER auf eine zum Zeitpunkt der Emission fixierte Anzahl von Aktien.
6. Es besteht keine Klausel, nach der der Emittent den CoCo unter bestimmten Bedingungen abschreiben kann (write-down).
7. Der Emittent legt seine Off-Balance-Sheet-Aktivitäten offen.
8. Die wesentlichen Konditionen des CoCo und die Schutzklauseln werden in einer Zusammenfassung vor der Emission mitgeteilt.

Auslöser

Um der Gefahr zu entgehen, "sich des Nachts auf dem Meer an den Positionslichtern anderer Schiffe zu orientieren anstatt an den Sternen" (frei nach Nicolas Nassim Taleb), sollten CoCos möglichst glaubwürdige, objektive, messbare und beobachtbare Größen für die Definition des Auslösers besitzen.

- Für den Auslöser eignet sich am ehesten die Eigenkapitalquote, wenngleich unter einer strengen Disziplin errechnet (dazu mehr unten). Diese Forderung findet sich auch in der Literatur wieder (Flannery and Perotti (2011); Hilscher and Raviv (2012); Mackinger (2012)).
- Diskretionäre Auslöser, z.B. durch den Regulator definiert, sollten nicht verwendet werden..
- Der Auslöser sollte hoch sein und früh greifen, wenn die Bedrohung des going concern noch

nicht allzu groß ist.

Wandlung

- Die Wandlungsquote sollte sich auf einen nominellen Wert des Eigenkapitals beziehen oder auf eine zum Zeitpunkt der Emission fixierte Anzahl von Aktien. Bei einer Wandlung zum Nennwert sind die Interessen zwischen Gläubigern und dem Emittenten mehr oder weniger ausgeglichen, und Marktdynamiken und -preise haben keinen Einfluss auf die Wandlung. Bei einer Wandlung auf Basis von einer vorab definierten Anzahl von Aktien werden Gläubiger stärker in die Verantwortung gezogen als Aktionäre, die dennoch keinem Anreiz unterliegen, die Wandlung willkürlich herbeiführen zu wollen.
- Es besteht keine Klausel, nach der der CoCo teilweise oder ganz abgeschrieben wird.

Regulierung und Corporate Governance von CoCo-Emittenten

Prospekte von Anleihen haben nicht selten eine Stärke von 250-300 Seiten, und sie folgen juristischen, nicht jedoch kommunikativen Prinzipien. Der Emittent zeigt durch eine offensive Offenlegung der wesentlichen Konditionen und Schutzklauseln in einer Executive Summary seine Bereitschaft zu einer guten Corporate Governance, die Investoren wie Gläubigern verbindliche und verlässliche Informationen gibt, und nicht den Vorteil sucht (vgl. dazu die Position der DVFA zu Bondkommunikation DVFA (2012)). Die Gestaltung eines CoCo wie oben beschrieben wird keinen nennenswerten Einfluss auf Transparenz und Nachvollziehbarkeit entfalten, wenn sich nicht damit verbunden die Reporting-Disziplin von Emittenten im Sinne einer Rechenschaftspflicht („accountability“) ändert.

Das Reporting-Regime muss daher, notfalls durch regulatorische Verpflichtung, die verbesserte Risikodisziplin spiegeln und an die erhöhte Anforderung an zeitnahen Daten über die Eigenkapitalquote als der maßgeblichen Kennzahl für die wirtschaftliche Situation eines Instituts angepasst werden. Es geht bei der Emission und im unterjährigen Reporting darum, „incomplete contracts“, d.h. Vereinbarungen, die den Investor übervorteilen, so weit wie möglich auszuschließen (Koziol and

Lawrenz (2012)). Dazu sollten Emittenten die folgenden Designelemente anwenden:

- Der Auslöser bezieht sich auf die Eigenkapitalquote, die weit davon entfernt ist, ein archimedischer Punkt zu sein. Sie muss daher jederzeit nachvollziehbar und in ihrer Grundlage nachrechenbar sein – und dies konstant über Perioden und regulatorische Interventionen hinweg.
- Der Emittent legt die Berechnungsgrundlage für die Eigenkapitalquote offen und behält sie bei. Wenn sie aufgrund regulatorischer Vorgaben geändert werden muss, legt der Emittent Daten für die vorangegangenen Perioden auf Basis der neuen Definition vor.
- Ebenfalls legt der Emittent seine Off-Balance Sheet Aktivitäten offen.
- Die wesentlichen Konditionen und Schutzklauseln (Covenants) des CoCo werden dem Investor zusätzlich zum Prospekt in einer Zusammenfassung vor der Emission mitgeteilt.

Literatur

- Albul, B., Jaffee, D. M., and Tchisty, A. (2010). Contingent convertible bonds and capital structure decisions. Web, http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/10fmc_tchisty.pdf.
- Avdjiev, S., Kartasheva, A., and Bogdanova, B. (2013). Cocos: a primer. Web - Bank of International Settlement, http://www.bis.org/publ/qrpdf/r_qt1309f.pdf.
- Berg, T. and Kaserer, C. (2014). Does contingent capital induce excessive risk-taking and prevent an efficient recapitalization of banks. Web, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1709341.
- Bishop, D., ZuofeiLiu, E., Murray, P., and Solomonia, T. (2009). Contingent convertible bonds: Comments on the December 2009 consultative document - strengthening the resilience of the banking sector. Web - Bank of International Settlement, <http://www.bis.org/publ/bcbs165/stbdmpalez.pdf>.
- Bolton, P. and Samama, F. (2012). Capital access bonds: contingent capital with an option to convert. *Economic Policy*, 27(70):275–317.
- Buerger, M. (2012). A tough nut to crack: On the pricing of capital ratio triggered con-

- tingent convertibles. Web - SSRN.com, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2020571.
- Calomiris, C. W. and Herring, R. J. (2011). Why and how to design a contingent convertible debt requirement. Web, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1815406.
- Castillo, F. R. (2011). The coconundrum. *Harvard Business Law Review Online*, 1.
- Chen, N., Glasserman, P., Nouri, B., and Pelger, M. (2012). Cocos, bail.in, and tail risk. *Office of the US Treasury Working Paper Series*, (4).
- DeSpiegelheer, J. and Schoutens, W. (2012). Pricing contingent convertibles: A derivative approach. Web, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1795092>.
- Deutsche Bundesbank (2011). Basel iii -leitfaden zu den neuen eigenkapital- und liquiditätsregeln für banken. Homepage, <http://bit.ly/1nmgXPt>.
- DVFA (2012). Standards für bondkommunikation 2.0. Homepage, http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/Standards/standards_bondkommunikation.pdf.
- Fernández, O. (2010). Contingent convertible instruments and the brave new world of regulatory capital. Web - Practical Law (ThomsonReuters), <http://uk.practicallaw.com/7-501-5719?service=crossborder>.
- Flannery, M. and Perotti, E. (2011). Coco design as a risk preventive tool. Web - DSF Policy Paper No.11, <http://dare.uva.nl/document/461910>.
- French, K., Bailey, M., and Campbell, J. (2010). The squam lake report - fixing the financial system. Princeton University Press.
- Hilscher, J. and Raviv, A. (2012). Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability. Web - Brandeis International Business School, http://www.brandeis.edu/departments/economics/RePEc/brd/doc/Brandeis_WP53.pdf.
- Hu, S. (2014). Understanding coco bonds: A new source of systemic risk. Web, <http://blog.wikirating.net/2014/02/14//>.
- Jones, H. (2010). Uk insurers say coco capital poorly thought out. Reuters News, <http://www.reuters.com/article/idUSLDE6A812Z20101109>.
- Koziol, C. and Lawrenz, J. (2012). Contingent convertibles. solving or seeding the next banking crisis? *Journal of Banking and Finance*, 36(1):90–104.
- Mackinger, C. (2012). *Contingent Convertible Bonds. Eine theoretische Analyse*. Akademiker Verlag.
- Pazarbasioglu, C., Zhou, J., LeLesle, V., Hsu, M., and Moore, M. (2011). *Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features*, volume 11/01 of *IMF Staff Discussion Note*. International Monetary Fund (IMF).
- Pilz, R. (2011). *Contingent Convertible Bonds als Mittel zur effizienten (anreizkompatiblen) Krisenprä- und intervention?* GRIN.
- Prasad, A. (2013). Contingent convertible bonds. Web, <http://de.slideshare.net/CRISILLtd/contingent-convertible-bonds-a-crisil-gra-report>.
- Standard and Poor's (2014). Rfc: Assigning issue credit ratings to bank and prudentially regulated finance company hybrid capital instruments. Web - Homepage Standard & Poor's Ratings & Services, <https://ratings.standardandpoors.com/financial-institutions/banks/Hybrid-Capital.html>.
- Strongin, S., Hindlian, A., and Lawson, S. (2009). Effective regulation part v: Ending too big to fail. Web Goldman Sachs, <http://bit.ly/1qWPcFR>.
- Zaehres, M. (2011). Contingent convertibles. bank bonds take on a new look. Web - Deutsche Bank Research.

Dieses 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.