
Was sind „CoCos“?

Contingent Convertible Bonds – kurz „CoCos“ oder deutsch bedingte Pflichtwandelanleihen – sind ein relativ neuer Anleihetyp. Sie werden als Reaktion auf die Krise der Banken nach der Finanzkrise 2008 und auf Basel III nun vermehrt von europäischen Banken emittiert, um die eigenen Finanzierungsstrukturen robuster zu gestalten. So sollen Qualitäts- wie auch Quantitätsdefizite in der bisherigen Kapitalstruktur aufgefangen werden. Hierbei haben sich drei verschiedene Ausgestaltungstypen herausgebildet. Der vorliegende Bericht beleuchtet die verschiedenen Typen dieser noch jungen Anleihenklasse, ihre Struktur und deren Auswirkungen. Ausserdem stellen wir einige Kriterien vor, die beachtet werden sollten, falls erwogen wird, diesen Anleihetyp in ein Portfolio aufzunehmen.

Erstmals wurden bedingte Pflichtwandelanleihen, die damals als eine spezielle Form von Hybridkapital galten, Ende 2009 von der englischen Lloyds Bank in Abstimmung mit der britischen Financial Services Authority (FSA) und unter deren Aufsicht ausgegeben. Gemeinsam mit dem eigentlichen Eigenkapital werden bedingte Pflichtwandelanleihen zu jenem Teil des Kapitals einer Bank gezählt, welcher der Unternehmensfortführung, also dem Insolvenzschutz dienen soll. Durch die Stärkung des Eigenkapitals mittels bedingter Pflichtwandelanleihen lassen sich Krisen und ein theoretisch damit einhergehendes Schwinden des Eigenkapitals besser bewältigen.

Die Strukturen und Eigenschaften dieses Anleihetyps wurde von den Finanzinstituten und den für sie zuständigen Regulierern gemeinsam entwickelt. Dem lag – neben der Stärkung der Kapitalstruktur – der Gedanke zugrunde, die finanzielle Haftung in Krisensituationen zu einem gewissen Teil auch auf die Anleiheninvestoren zu übertragen. Künftig soll nach Möglichkeit verhindert werden, dass eine Situation wie während der Finanzkrise 2007/2008 eintritt: In deren Folge blieben Anleihegläubiger weitgehend von Verlusten verschont, da Banken, die in Schwierigkeiten gerieten, aufgrund ihrer Bedeutung für das Finanzsystem von Staaten aufgefangen wurden.

Bei aller anhaltenden Kritik an der Kapitalausstattung von Banken - vor allem auch in Europa - und auch im Zusammenhang mit den Basel III-Vorschriften¹ kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass die Höhe des Kernkapitals der Banken in Zukunft höher sein wird. Sie reagieren auf diese neuen Richtlinien nun unter anderem mit den bedingten Pflichtwandelanleihen.

Verbreitung von bedingten Pflichtwandelanleihen

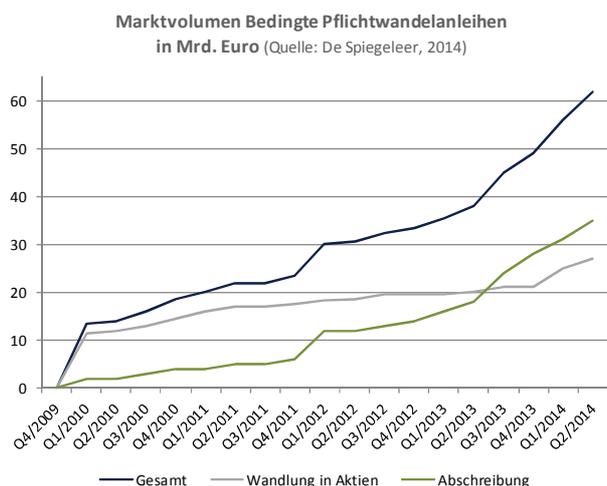
Bis jetzt werden bedingte Pflichtwandelanleihen fast ausschliesslich in Europa emittiert (siehe Aufstellung letzte Seite). Besonders schnell reagierte die Finanzmarktaufsicht in der Schweiz (FINMA) und in Grossbritannien, was auch zur Folge hatte, dass sich dort die bislang stärkste Emissionstätigkeit zeigt. Aber auch Banken aus Ländern wie zum Beispiel Portugal oder Zypern wurden in diesem Bereich aktiv.

In den USA werden derzeit noch keine bedingten Pflichtwandelanleihen emittiert, da sie in Abstimmung mit der SEC erst aufwendig entworfen werden

¹ Vergleiche CONREN Research Bericht Herbst 2013 „Die Sache mit dem Leverage bei Banken ... Fooling the Fools“, www.conrenresearch.com/berichte.html

müssten². Ausser in Europa werden diese Papiere, wenn auch in viel geringerem Umfang, auch in Asien und Südamerika begeben.

Folgende Grafik stellt das bisherige Emissionsvolumen von bedingten Pflichtwandelanleihen weltweit dar:



Die Wandlung

Zwei Kriterien können die Wandlung einer bedingten Pflichtwandelanleihe auslösen:

1. das **Überschreiten einer Umwandlungsschwelle** oder
2. die **Entscheidung des zuständigen Regulierers**.

Die Wandlungsschwelle (engl. „Trigger“) ist der die Wandlung auslösende Wert. Dieser Wert ist meist auf die Eigenkapitalquote der Bank bezogen. Allerdings kann er sich auch auf einen anderen beliebigen Wert beziehen, beispielsweise den Buchwert der Bank oder andere Zahlen aus der Bilanz oder deren Verhältnis zu anderen Daten. Auch Marktwerte wie beispielsweise

² Mit der Basel III-Struktur ist in den USA die Dodd-Frank-Reform vergleichbar, welche ebenfalls die Erhöhung der Kernkapitalquote für Banken vorsieht. Hierzu muss jedoch materielles Eigenkapital aufgewendet werden (*Collins amendment*); bedingte Pflichtwandelanleihen können - anders als unter Basel III - nicht angerechnet werden.

das Verhältnis des Eigenkapitals zur Börsenkaptalisierung oder die Entwicklung von sogenannten Credit Default Swaps³ (CDS) der Bank können herangezogen werden.

Ab welchem Punkt eine Wandlung durch die Entscheidung einer Regulierungsbehörde ausgelöst werden kann, ist in den Anleihebedingungen definiert. Hier können bestimmte Schwellen (zum Beispiel: Eigenkapitalquote zwischen 6% und 8%) für eine mögliche Wandlung festgelegt werden. Hier liegt die Schwierigkeit für den Investor darin, die Wahrscheinlichkeit einer Wandlung aufgrund einer Entscheidung der Regulierungsbehörde vorausschauend einzuschätzen.

Die gebräuchlichste Kennzahl ist allerdings die Eigenkapitalquote. Die Eigenkapitalquote⁴ zeigt das Verhältnis vom Eigen- zum Gesamtkapital an. Eine bestimmte Quote (also ein bestimmtes Verhältnis) wird als Wandlungsschwelle festgelegt. Bedingte Pflichtwandelanleihen mit niedriger Schwelle sind risikoärmer, da die Schwelle weiter von der aktuellen Eigenkapitalquote entfernt und der vom Markt verlangte Risikoaufschlag somit niedriger ist als bei bedingten Pflichtwandelanleihen mit einer höheren Schwelle, deren Puffer zur aktuellen Eigenkapitalquote geringer ist.

Die Ausgestaltungstypen

³ Credit Default Swaps (CDS): Instrument zur Absicherung eines Zahlungsausfalls, wird oft zur Bewertung herangezogen

⁴ CET1 Eigenkapitalquote: Quote mit der strengsten Definition an anzurechnendem Eigenkapital; Verhältnis zwischen Eigenkapital und Gesamtkapital und gleichzeitig eine Indikation für das Risiko und die Bonität eines Unternehmens

Es gibt aktuell drei verschiedene Typen von bedingten Pflichtwandelanleihen am Markt. Allen ist gemeinsam, dass die Wandlung bei Unter- oder Überschreiten einer vorab definierten Kennzahl oder durch eine Entscheidung der zuständigen Regulierungsbehörde erfolgt.

1. Wandlung in Aktien

Wird eine Wandlung ausgelöst, wird die Anleihe nach einem vorab definierten Verhältnis in Aktien der Bank gewandelt. So wird das Eigenkapital der Bank gestärkt und gleichzeitig die Verschuldung gesenkt. Eine höhere Eigenkapitalquote erhöht den Schutz vor einer möglichen Insolvenz. Für den Anleiheinvestor bedeutet diese Umwandlung, dass er nun statt Anleihen mit Zinszahlungen Aktien der Bank im Depot hat. Aller Voraussicht nach wird der Aktienkurs der Bank jedoch bei einer solchen Umwandlung fallen, da erstens eine Verwässerung durch die zusätzlichen Aktien eintritt und zweitens das Auslösen der Umwandlung eine negative Entwicklung für die Bank bedeuten dürfte.

2. Dauerhafte Abschreibung

Wird bei diesem Typ eine Wandlung ausgelöst, wird der Wert der bedingten Pflichtenleihen auf Null herabgesetzt. Das hat zur Folge, dass sich das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital verbessert, da nun weniger Fremdkapital vorhanden ist. Diese Art der Abschreibung wurde ursprünglich von Banken im öffentlich-rechtlichen oder genossenschaftlichen Sektor eingesetzt, da es den Instituten nicht erlaubt ist, Aktien zu emittieren. Die dauerhafte Abschreibung kann auch teilweise erfolgen (beispielsweise auf 30% des Wertes), jedoch besteht anders als bei der vorübergehenden Abschreibung keine Möglichkeit einer Umkehr des Prozesses, so dass keine Rückzahlung der Anleihe zu erwarten ist.

Der Investor muss die Anleihe im Fall einer Wandlung ganz oder, falls anders bestimmt, teilweise abschreiben. Es werden auch keine Zinszahlungen mehr geleistet, und er erhält zudem auch keine Aktien im Gegenzug. Dennoch wird dieser Ausgestaltungstyp von vielen Investoren als vorteilhafter angesehen, unter anderem weil er für den Investor besser einzuordnen ist (keine Ungewissheit durch Wandlung in Aktien).

3. Vorübergehende Abschreibung

Dieser Ausgestaltungstyp funktioniert ähnlich dem der dauerhaften Abschreibung. Allerdings ist die Abschreibung hier nur temporär. Denn wenn der Zustand der relevanten Kennzahl sich verbessert, ist hier ein Zurück möglich. Wie dies vonstatten geht, ist individuell in den Anleihebedingungen definiert. Zunächst allerdings verliert der Investor die künftigen Zinszahlungen, und der Wert der Anleihe im Depot sinkt auf Null.

Konvertierungssatz und Umwandlungskurs

Diese beiden Funktionen spielen nur bei einer Umwandlung in Aktien eine Rolle.

Der **Konvertierungssatz** legt fest, wie viel vom Nominalwert einer Anleihe bei der Wandlung in Aktien gewandelt oder abgeschrieben werden muss. Der Restwert kann dann beispielsweise in bar ausbezahlt werden. Problematisch ist jedoch, dass in Stresssituationen, in denen eine Wandlung stattfindet, durch die zusätzliche Auszahlung dieses Restwerts der Bank Liquidität entzogen wird.

Der **Umwandlungskurs** legt den Wert und die Anzahl der nach einer Wandlung zu erhaltenden Aktien fest.

Für den Anleger, der in bedingte Pflichtwandelanleihen investiert, ist ein niedriger Umwandlungskurs vorteilhafter. Denn dann erhält er bei einer Umwandlung mehr Aktien für sein Anleihenvolumen.

Für die Aktionäre ist ein niedriger Umwandlungskurs hingegen nachteilig, weil dies zu einer höheren Verwässerung des Aktienkapitals führt.

Um möglichst allen Interessengruppen gerecht zu werden, kann der Umwandlungskurs auch an den aktuellen Aktienkurs oder den Kurs bei Emission der Anleihe gebunden oder als Mindestkurs festgelegt werden.

Einordnung der bedingten Pflichtwandelanleihen in die Passivseite der Kapitalstruktur einer Bank⁵

Passiva
<p><u>Tier 3 Kapital</u> Erstrangige Anleihen</p>
<p><u>Tier 2 Kapital</u> Nachrangianleihen Low-Trigger CoCos</p>
<p><u>Zusätzliches Tier 1 Kapital</u> Vorzugsaktien Hybridanleihen (inkl. Wandelanleihen) High-Trigger CoCos</p>
<p><u>Tier 1 Kapital</u> Stammaktien Gewinnrücklagen</p>

In der bilanziellen Zusammensetzung des Kapitals einer Bank werden bedingte Pflichtwandelanleihen aufgrund ihrer Eigenschaften zwischen erstrangigen

Anleihen und dem Tier 1 Kernkapital eingeordnet, weil es sich zwar um Anleihen handelt, diese jedoch teilweise aktienähnliche Eigenschaften besitzen.

Vergleich mit konventionellen Anleihen

Im Vergleich zu konventionellen Anleihen, die nur über Fremdkapitaleigenschaften verfügen, unterliegen bedingte Pflichtwandelanleihen wegen ihrer Struktur zusätzlichen Risiken. Aufgrund dieser zusätzlichen Risiken für den Investor ist grundsätzlich mit einem höheren Coupon als bei klassischen Anleihen zu rechnen.

Vergleich mit nachrangigen Anleihen

Auch bedingte Pflichtwandelanleihen werden grob betrachtet zu den nachrangigen Anleihen gezählt. Jedoch gibt es Unterschiede zu anderen nachrangigen Anleihen. Nachrangianleihen, die nicht nur von Finanzinstituten begeben werden, umfassen eine Reihe von Vereinbarungen (Covenants), mit denen die Kapitalstruktur von Emittenten positiv beeinflusst werden kann, insbesondere auch in Stresssituationen. Beispielsweise kann es Covenants auf Aussetzung der Zinszahlung oder Sondertilgungen geben. Eine Vereinbarung, wie sie bei den bedingten Pflichtwandelanleihen in Form einer Pflichtumwandlung beim Erreichen einer definierten Schwelle oder der Entscheidung des Regulierers anzutreffen ist, gibt es bei nachrangigen Anleihen aber nicht. Auch der Zweck der bedingten Pflichtwandelanleihe, im Krisenfall das Eigenkapital zu stärken, ist bei einer Nachrangianleihe nicht unbedingt gegeben.

Vergleich mit Wandelanleihen und anderen hybriden Anleihen

Verschiedene Quellen klassifizieren bedingte Pflichtwandelanleihen als Unterform der Wandel-

⁵ Low-trigger CoCos: bedingte Pflichtwandelanleihen mit einer höheren Umwandlungsschwelle
High-trigger CoCos: bedingte Pflichtwandelanleihen mit einer niedrigeren Umwandlungsschwelle
Tier 3 Anleihen (oben in der Kapitalstruktur) bieten die höchsten Sicherheiten, Tier 1 Kernkapital sind Stammaktien mit den niedrigsten Sicherheiten und typischerweise höherer Volatilität

anleihe oder als mit dieser verwandt. Jedoch sind sie nur entfernt verwandt mit typischen Wandelanleihen.

Zwar vereinen sich bei Wandelanleihen ebenfalls Eigenkapital- und Fremdkapitaleigenschaften, jedoch besitzt der Anleihegläubiger hier das Recht, die Anleihe in Aktien umzuwandeln, oder die Anleihe wird zu einem geplanten Termin umgewandelt. Bei bedingten Pflichtwandelanleihen hingegen kann der Investor keinen Einfluss auf die Umwandlung nehmen. Bei einer „einfachen“ Wandelanleihe kann man davon ausgehen, dass der Investor von seinem Wandlungsrecht nur Gebrauch machen wird, wenn der Preis der Aktie im Vergleich zum Anleihepreis attraktiv ist. Als Beispiel könnte man ein sich gut entwickelndes Wachstumsunternehmen anführen, das zwar noch keine Gewinne macht (negativ für die Anleihe), dessen Aktienkurs jedoch stark gestiegen ist (positiv für eine Umwandlung).

Bewertung von bedingten Pflichtwandelanleihen und Schwierigkeiten

Die Bewertungsverfahren für bedingte Pflichtwandelanleihen unterscheiden sich stark. Von akademischer Seite wurden bereits Vorschläge erarbeitet⁶, jedoch ist es bei den verschiedenartigen Ausprägungen (Anlagentyp, Umwandlungsschwelle) der Instrumente schwierig festzulegen, auf welche Grundlage man sich in der Analyse der einzelnen Anleihe beziehen soll. Für diverse Vergleichswertverfahren⁷ ist es sicherlich hilfreich, dass es mittlerweile einige Emissionen von bedingten Pflichtwandelanleihen gibt und die Datengrundlage dadurch umfangreicher wird. Die Höhe der Umwandlungsschwelle hat einen grossen Einfluss auf

die Bewertung, da bei einer höheren Schwelle eine Umwandlung wahrscheinlicher ist als bei einer niedrigeren Schwelle. Deswegen verlangen die Investoren eine höhere Kompensation – das heisst höhere Zinszahlungen –, wenn die Schwelle relativ niedriger ist.

Kriterien, die bei der Einschätzung und Bewertung von bedingten Pflichtwandelanleihen wichtig sind

1. Geschäftsmodell der Bank:

Welche Geschäftsbereiche hat die Bank und wie lässt sich das Risikoprofil der einzelnen Geschäftsbereiche bestimmen? Die Art der Geschäftsbereiche wirkt sich direkt auf das Geschäftsrisiko (die Sicherheit des Eigenkapitals) aus und damit auch auf den Wert der bedingten Pflichtwandelanleihen. Das Risiko einzelner Geschäftsbereiche wird in der Bilanz nicht immer vollständig erfasst. Man denke etwa an *Special Investment Vehicles (SPVs)* im Bereich Immobilienverbriefung, welche ausserhalb der Bilanz gefasst sind.

2. Eigenkapitalsituation der Bank:

Wie wird die Eigenkapitalsituation der Bank eingeschätzt? Mit einer hohen Eigenkapitalquote ist die Fortführung der Geschäftstätigkeit logischerweise besser gewährleistet als mit einer niedrigeren Eigenkapitalquote. Man sollte sich einen Überblick über die Art des risikogewichteten Eigenkapitals verschaffen. Hier bestehen deutliche Qualitätsunterschiede, auch nach Basel III.

3. Aufsichtsbehörden:

Wie gehen die Aufsichtsbehörden mit diesen Anleihen um? Welche Meinung herrscht in den Behörden vor und wie fest ist diese? Dies ist wichtig, falls die Umwandlung der bedingten Pflichtwandelanleihen durch die Aufsichtsbehörden ausgelöst werden kann.

⁶ Jan de Spiegeleer, Wim Schoutens: Pricing Contingent Convertibles: A Derivatives Approach

⁷ vgl. Maes & Schoutens, 2010; Buergi, 2012

4. Vergütung des Managements:

Sind in der Vergütung des Managements bedingte Pflichtwandelanleihen enthalten? Beispielsweise hat die Credit Suisse festgelegt, einen bestimmten Anteil der Vergütung der ersten Führungsebene in Credit Suisse Contingent Convertibles vorzunehmen. Werden diese Anteile zurückgestellt (können also erst später veräussert werden), ist das Management langfristig an den Geschäftsrisiken beteiligt und eine Konvergenz zwischen den Interessen des Managements und der Investoren ist gegeben.

Fazit

Positiv zu sehen ist die Tendenz der Banken, eine bessere Ausstattung mit Eigenkapital anzustreben. Dies wird auch von den Aufsichtsbehörden vorangetrieben und unterstützt. Bedingte Pflichtwandelanleihen sind ein Instrument hierfür und können so ein Teil der Lösung sein.

Negativ zu sehen ist insbesondere die Komplexität der bedingten Pflichtwandelanleihen, die sich aus den unterschiedlichen Ausgestaltungstypen und den verschiedenen hohen Umwandlungsschwellen (zum Beispiel bei der Eigenkapitalquote: niedrig 5%, hoch 8%) oder den auf unterschiedlicher Basis festgelegten Kennziffern (Markt- oder Buchwerte) ergibt. Auch der Einfluss von Aufsichtsbehörden auf die Umwandlung trägt nicht zur Transparenz und Einfachheit bei. Dies führt insgesamt zu einer erheblichen Zunahme der Komplexität bei der Bewertung dieser Untergruppe von Anleihen.

Bedingte Pflichtwandelanleihen ermöglichen es Investoren, bei zusätzlichem Risiko eine höhere Rendite gegenüber konventionellen Anleihen zu erzielen. Insbesondere in ruhigeren Marktphasen, in denen nicht mit einer Verminderung des Eigenkapitals der Bank zu rechnen ist, kann es sich lohnen, dieses

zusätzliche Risiko einzugehen. Die verschiedenen Ausgestaltungstypen sollten zwar beachtet werden, als wichtiger ist jedoch zu erachten, dass sich die Bank mit ihren einzelnen Geschäftsbereichen nicht in eine Situation begibt, welche ein Zusammenschmelzen des Eigenkapitals nach sich zieht. Bilanziell sind diese Risiken schwer zu erfassen, und es ist daher sinnvoll, eine eigene, sehr vorsichtige Einschätzung vorzunehmen. In jedem Fall sollte ein ausreichend grosser Puffer zwischen Wandlungsschwelle und aktuellem Niveau der relevanten Kennzahl bestehen. Dieser Puffer muss laufend überprüft werden. Wegen der Möglichkeit grosser Verluste im Falle einer Wandlung sollte eine schnelle Veräusserung der Position möglich sein.

Aufgrund der Komplexität dieses Anleihentyps und seiner noch sehr jungen, von Verwerfungen (Ausfällen, Umwandlungen usw.) freien Geschichte sowie des damit verbundenen Mangels an Erfahrungswerten werden diese Papiere in der Regel eher von professionellen Investoren (für deren Anleihenportfolios) als von der breiten Anlegergemeinschaft erworben.

Liste der nach Volumen gössten europäischen Pflichtwandelanleihen (Stand: Herbst 2014)

Emittent	Emissionsdatum	Rang	Coupon	Volumen	Umwandlungsschwelle	Mechanismus
Bank of Ireland	29.07.2011	Tier 2	10,00%	1 Mrd EUR	CET1 ratio < 8.25%	Wandlung in Aktien
Barclays	21.11.2012	Tier 2	7,63%	3 Mrd USD	CET1 ratio < 7.0%	Permanente Abschreibung
Barclays	20.11.2013	AT1	8,25%	2 Mrd USD	CET1 ratio < 7.0%	Wandlung in Aktien
BBVA	11.02.2014	AT1	7,00%	1.5 Mrd. EUR	CET1 ratio < 5.25% sowohl Bank als auch Gruppe	Wandlung in Aktien
Credit Agricole	08.04.2014	AT1	7,50%	1 Mrd USD	CET1 ratio < 7%	Temporäre Abschreibung
Credit Suisse Group	24.02.2011	Tier 2	7,88%	2 Mrd. USD	CET1 ratio < 7%	Wandlung in Aktien
Credit Suisse Group	18.09.2013	Tier 2	5,75%	1 Mrd. USD	CET1 ratio < 5%	Permanente Abschreibung
Credit Suisse Group	11.12.2013	AT1	7,50%	2.25 Mrd. USD	CET1 ratio < 5.125%	Permanente Abschreibung
Deutsche Bank	20.05.2014	AT1	6,00%	1.75 Mrd EUR	CET1 ratio < 5.125%	Temporäre Abschreibung
Intesa	01.10.2010	Tier 1	9,50%	1 Mrd EUR	Total risk based ratio < 6%	Temporäre Abschreibung
KBC Gruppe	19.03.2014	AT1	8,00%	1.5 Mrd EUR	CET ratio < 7% (Übergangsbasis)	Permanente Abschreibung
Lloyds Banking Group	20.03.2014	AT1	7,00%	1.5 Mrd GBP	CET1 ratio < 7%	Wandlung in Aktien
Lloyds Banking Group	07.04.2014	AT1	7,50%	1.675 Mrd GBP	CET1 ratio < 7%	Wandlung in Aktien
Rabobank	19.03.2010	Snr. Notes	6,88%	1.25 Mrd EUR	CET1 ratio < 7%	Temp. Abschreibung (25% Nennwert)
Rabobank	09.11.2011	Tier 1	8,40%	2 Mrd USD	CET1 ratio < 8%	Permanente Abschreibung
Société Générale	29.08.2013	AT1	8,25%	1.25 Mrd USD	CET1 ratio < 5.125%	Temporäre Abschreibung
Société Générale	07.04.2014	AT1	6,75%	1 Mrd. EUR	CET1 ratio < 5.125% phased in	Temporäre Abschreibung
UBS	22.02.2012	Tier 2	7,25%	2 Mrd. USD	CET1 ratio < 5%	Permanente Abschreibung
UBS	06.02.2014	Tier 2	4,75%	2 Mrd. EUR	CET1 ratio < 5% or pint of non-viability	Permanente Abschreibung
UBS	08.05.2014	Tier 2	5,13%	2 Mrd. EUR	CET1 ratio < 5%	Permanente Abschreibung
Unicredit	03.04.2014	AT1	9,38%	1.25 Mrd. USD	CET1 ratio < 5.125%	Temporäre Abschreibung
Santander	08.05.2014	AT1	6,25%	1.5 Mrd. EUR	Transitional CET < 5.125%	Wandlung in Aktien
Danske Bank	12.03.2014	AT1	5,75%	0.75 Mrd EUR	Transitional CET < 7%	Temporäre Abschreibung