Redaktionsgespräch mit Gerald Podobnik

„Die dritte Generation der CoCos macht mittlerweile 95 Prozent des europäischen Marktes aus“

Der noch recht junge europäische Markt für CoCos zeigt ein starkes Wachstum. Die erste Emission kam 2009 auf den Markt. Richtig zum Leben erwachte das Segment allerdings erst im Jahre 2013, als Details zur technischen Ausgestaltung, der Eigenkapitalanrechnung und der steuerlichen Behandlung geklärt waren. Es handelt sich um Titel, bei denen durch Auslösung eines Triggers eine Wandlung in Aktienkapital oder eine Herabschreibung erfolgt. Trotz hoher Komplexität erfreuen sich die Produkte bei Investoren guter Nachfrage. Im Redaktionsgespräch erläutert Gerald Podobnik, Managing Director und Global Head of Capital Solutions der Deutschen Bank, die Funktionsweisen der CoCos. Vergleichbare Instrumente erwartet er in absehbarer Zeit auch von Versicherungsunternehmen. Zusätzlich könnten seiner Einschätzung nach auch Asset Manager, Hedgefonds oder die Finanzierungstöchter größerer Unternehmen diese Instrumente für sich nutzen, sollte es entsprechende Anforderungen seitens der Regulierungsstellen geben. (Red.)

Wie kann man CoCos mit wenigen Sätzen beschreiben?

Der Begriff Contingent Convertible Bond (CoCos) hat sich eingebürgert für regulatorische Eigenkapitalinstrumente von Banken, die bei Unterschreitung eines gewissen Auslöseereignisses (Trigger) entweder abgeschrieben oder in Aktienkapital gewandelt werden. Das Problem ist, dass der Begriff etwas unglücklich gewählt ist, denn er heißt ja wörtlich Contingent Convertible, und dies würde darauf hinweisen, dass es sich um ein Instrument handelt, das in Aktien umgewandelt wird. Es verstehen sich unter dem Begriff aber auch Instrumente, die bei Unterschreitung eines Triggers zu einer Herabschreibung führen.

Seit wann gibt es das Marktsegment?

Es gibt drei Generationen von CoCos. Die erste Generation kann man als CoCos für Stresstest-Zwecke kategorisieren. Es gab eine ziemlich revolutionäre Transaktion im Jahre 2009 der englischen Lloyds, die sogenannte Enhanced Capital Notes (ECN) begab. Es waren Tier-2-Instrumente, also nachrangige Anleihen mit einer Endlaufzeit, die bei einer Unterschreitung einer 5-Prozent-Core-Tier-1-Quote in Aktienkapital gewandelt worden wären. Lloyds hatte diese Titel im Zusammenhang mit einem Stresstest der Aufsicht begeben. Für diese Instrumente war eine gewisse Anrechnung zu erhalten. Es gab ähnliche Titel von der belgischen KBC und von zwei oder drei kleineren Häusern.

Wie sah die zweite Generation aus?

Die zweite Generation kann am besten als „Schweizer CoCos“ bezeichnet werden. Es gab diese Instrumente von schweizerischen Großbanken bereits relativ früh und noch vor einer Einigung über die Ausgestaltung der „Too big to fail“-Regeln durch das Financial Stability Board (FSB). Die

Dr. Gerald Podobnik, Managing Director, Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main

Schweiz hatte vorher eigene „Too big to fail"-Regeln aufgestellt und verlangt von den einheimischen Großbanken, dass sie neben der vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel) definierten und vorgegebenen Kapitalstruktur auch noch die lokalen Eigenkapitalanforderungen erfüllen. Die Banken müssen hierzu einen bestimmten Anteil der Risk Weighted Assets (RWAs) durch CoCos abdecken. Dies ist auch durch Tier-2-Instrumente möglich. Die Credit Suisse hat 2011 als erste Schweizer Großbank eine solche Transaktion begeben.

Welche Strukturen sind derzeit üblich?

Was der Markt derzeit unter CoCos versteht, ist Basel-III-fähiges Additional Tier 1 (AT1), praktisch die dritte Generation dieser Kapitalinstrumente. Die Capital Requirement Regulation schreibt vor, dass AT1-Papiere einen Trigger haben und abgeschrieben oder gewandelt werden müssen, wenn ein bestimmtes Auslöseereignis unterschritten wird. Die erste entsprechende Transaktion dieser Art war im April 2013 eine Emission der spanischen Bank BBVA. Dieser Teil der CoCos auf AT1-Basis macht mittlerweile 95 Prozent des gesamten europäischen Marktes aus. Auch aus der Schweiz kommen, obwohl dort auch Tier-2-Titel mit festen Laufzeiten weiterhin angerechnet werden können, mittlerweile fast ausschließlich AT1-Anleihen an den Markt. Dafür sprechen unter anderem die bessere Anrechnung der Instrumente, sie werden als Tier-1-Kapital und nicht als Gesamtkapital bewertet. Darüber hinaus sind sie bei der Kalkulation der Leverage Ratio anrechenbar, da diese auf Basis des Tier-1-Kapitals basiert.

Warum hat es so lange gedauert, bis diese AT1-Titel an den Markt kamen?

Es gab lange Zeit bei der Schaffung und Umsetzung der Basel-III-Regelungen erhebliche Unklarheiten über das sogenannte Grandfathering dieser Titel. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat in der ersten Veröffentlichung zu den Basel-III-Regeln im Jahre 2010 von einem Stichtag gesprochen, der in der Vergangenheit lag. In der Europäischen Union war man sich im Bankensektor lange nicht sicher, ob ein rückwirkender Stichtag (cutoff date) verwendet werden würde. Wäre es so gewesen, hätten sich alle Instrumente, die nach dem Jahre 2010 begeben worden wären, nicht für die Anrechung qualifiziert. Außerdem hätten die Instrumente den neuen, damals noch nicht vorhandenen Regeln nicht entsprechen können.

„Der Begriff CoCo ist etwas unglücklich gewählt."

Die Europäische Union hat dann festgelegt, dass der Stichtag für das Grandfathering die Umsetzung von Basel III selber ist, damit wurde die nötige Klarheit für die Banken geschaffen. Deshalb konnten europäische Banken mit ihren Emissionen sinnvollerweise auch erst im Jahre 2013 beginnen. Mittlerweile ist der Markt sehr aktiv. Im Jahre 2014 kamen rund 41 Milliarden Euro und bis Mitte Mai dieses Jahres knapp 20 Milliarden Euro auf den Markt.

Wer war der erste deutsche Emittent von CoCos?

Die Deutsche Bank zeigte sich im Mai 2014 mit der ersten Transaktion in der Öffentlichkeit. Mittlerweile gibt es solche Instrumente in Deutschland auch von der Aareal Bank und der Dekabank. Darüber hinaus hat die Nord-LB Pläne für die Begebung einer AT1-Anleihe bekannt gegeben.

Warum waren die deutschen Banken so spät im Markt?

Dafür waren mehrere Faktoren verantwortlich. Einerseits waren lange Zeit keine europäischen Regeln und Definitionen für Eigenkapital und der entsprechenden Instrumente vorhanden. Das wichtigste Thema für die deutschen Banken war darüber hinaus die steuerliche Klarstellung von den deutschen Finanzbehörden, die erst kurz vor der ersten Emission der Deutschen Bank erfolgte. Mit der Entscheidung der Finanzbehörden gab es Klarheit über die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinskupons.

„Nachfrage, Markttiefe und Diversifikationsziele bestimmen die Wahl der Währung."

Darüber hinaus wurde verbindlich festgelegt, dass auf solche Emissionen – anders als bei Wandelanleihen – keine Quellensteuer anfällt. Dies ist von großer Bedeutung, da Basel III und CRR keine Emissionen durch Zweckgesellschaften erlauben, sondern die Titel direkt durch die Bank zu begeben sind. Der Dialog mit den deutschen Behörden und den Banken war sehr konstruktiv und auch der Zeitrahmen war völlig in Ordnung. Deutschland war auch nicht das letzte Land in Europa, in Holland gab es die nötigen Regelungen erst im Jahre 2015.

Wie hat die Deutsche Bank die Instrumente bisher genutzt?

Die Deutsche Bank hat bis fünf Milliarden Euro in vier Tranchen begeben. Zunächst wurden im Mai 2014 drei Tranchen aufgelegt. Sie bestanden aus Anleihen über 1,75 Milliarden Euro, 1,25 Milliarden US-Dollar und 650 Millionen Pfund. Zur Platzierung bei amerikanischen Investoren erfolgt im November 2014 eine bei der Aufsicht SEC registrierte Emission über 1,5 Milliarden US-Dollar. Die Titel wurden in den Vereinigten Staaten breit platziert. Hier half die Notierung der Deutsche-Bank-Aktie in den USA und die entsprechende SEC-Registrierung. Bei der Wahl der Währung, der entsprechenden Aufteilung der Emissionsgrößen gaben die Nachfrage, die Markttiefe und das Ziel einer Diversifikation der Investorenbasis den Ausschlag.

Wie funktioniert die Preisfindung bei neuen CoCos?

Sie funktioniert eigentlich wie bei jeder normalen Anleihe. Entscheidend sind die Markt- und Nachfrageverhältnisse. Bei der Preisfindung spielen die aktuellen Marktkonditionen vergleichbarer Instrumente eine wesentliche Rolle. Aufgrund der Besonderheiten dieser Instrumente ist es für den Investor unumgänglich, eine strukturelle Analyse durchzuführen. Die Funktionsweise des Triggers,

der Verlustabsorbierung und der Wandlungs- beziehungsweise Abschreibungsmodalitäten ist von essenzieller Bedeutung.

Es gibt mittlerweile sehr viele institutionelle Investoren, die in entsprechende Analysefähigkeiten investiert haben und über entsprechende Kompetenz verfügen. In Zeiten extrem niedriger Zinsen bietet die Assetklasse der CoCos aufgrund der erzielbaren Kupons von derzeit sechs bis acht Prozent entsprechend attraktive Anlagemöglichkeiten. Solche Kupons sind entweder im Markt für High-Yield-Anleihen mit entsprechendem Ausfallrisiko, deren Emittenten nicht reguliert sind und oft auch nicht in der Öffentlichkeit stehen, oder über den Erwerb von CoCos erzielbar. Deren Emittenten, die europäischen Banken, unterliegen einem strengen regulatorischen Rahmen und ihr Kapitalmarktverhalten wird stark in der Öffentlichkeit wahrgenommen.

„Viele Investoren verfügen über entsprechende Analysekompetenz."

Anders als in den Anfangsjahren des Produkts können mittlerweile sehr viele Investoren diese Titel kaufen. Die Investmentrichtlinien wurden entsprechend angepasst und das entsprechende analytische Wissen aufgebaut. Waren es zu Beginn überwiegend Hedgefonds oder sehr reiche private Investoren, beispielsweise aus Asien, dominieren mittlerweile die klassischen Real-Money-Investoren die Nachfragen. Die deutsche Nachfrage ist hierbei im europäischen Vergleich leider noch ein wenig unterrepräsentiert. Die großen deutschen Fonds und der ein oder andere Spezialist sind aber bereits sehr aktive und professionelle Marktteilnehmer.

Zurück zum Produkt – Warum emittieren Banken kein „richtiges" Eigenkapital, sondern begeben CoCos?

Hier ist es wichtig präzise zu sein. Es heißt tatsächlich zusätzliches Kernkapital (Additonal Tier 1) und nicht zusätzliches hartes Kernkapital, wie oft fälschlicherweise gesagt wird. Die Kapitalstruktur einer Bank in Europa besteht aus mehreren Schichten. Dazu gehört zuerst eine Minimum-Common-Equity-Tier-1-Quote von 4,5 Prozent, dazu kommen sogenannte Buffer. Damit liegt die tatsächliche Kernkapitalquote in der Regel zwischen 7 und 9 Prozent. Die meisten großen Banken in Europa streben allerdings Common-Equity-Tier-1-Quoten von über 10 Prozent an.

Als nächstes folgt die Tier-1-Quote, die aus Common Equity Tier 1 und Additional Common Tier 1 (AT 1) besteht. Die Baseler Eigenkapitalregeln sehen vor, dass mindestens 1,5 Prozent der RWAs durch AT1 abgedeckt werden muss. Stehen diese nicht zur Verfügung, sind diese 1,5 Prozent durch Common Equity Tier 1 abzudecken. Dieses Common-Equity-Tier-1-Kapital würde dann aber nicht für die Erfüllung der Buffers zur Verfügung stellen. Eine Bank hat dann die Möglichkeit entweder 1,5 Prozent mehr teures Common Equity Tier 1 oder den gleichen Betrag an AT1 zur Erfüllung der Buffer bereitzustellen. Des Weiteren wird die Leverage Ratio auf Basis des Tier-1-Kapitals berechnet, auch hier hilft AT1, da es zum Tier-1-Kapital gerechnet wird.

Als drittes Element gibt es noch das Tier-2-Kapital. Die Summe aus Common Equity Tier 1, Additional Tier 1 und Tier 2 stellt das Gesamtkapital einer Bank dar. Die Baseler Regelungen sehen hierbei vor, dass eine Bank mindestens 2 Prozent der RWAs als Tier 2 halten muss, andernfalls ist wieder das teure Common Equity Tier 1 zu verwenden.

Welche Rolle spielen Bail-in-Regeln?

Die Regeln für die Verlustteilnahme von Instrumenten im Bail-in-Falle sind von großer Bedeutung. In Deutschland, Österreich und dem Vereinigten Königreich sind sie jetzt schon in Kraft, in den anderen europäischen Ländern gelten sie ab dem 1. Januar 2016. Die Regelungen sehen die mögliche Verlustteilnahme seitens der Halter von Senior-Anleihen vor. Im Falle eines Bail-in wird zuerst Common Equity Tier 1, dann AT1, danach Tier 2 belastet. Im Anschluss sind die erstrangigen Halter und deren Senior-Unsecured-Instrumente betroffen.

„Tier 2 hat stark an Bedeutung gewonnen."

Entsprechend haben sich die Markterwartungen, sprich die Forderungen der Investoren, was eine gute Kapitalquote ist, massiv geändert. Von vielen großen europäische Banken werden mittlerweile Zielquoten von 17 bis 20 Prozent für das Gesamtkapital erwartet. Dadurch hat Tier 2 sehr stark an Bedeutung gewonnen. Viele europäische Banken werden deutlich mehr als die vorgeschriebenen 2 Prozent an Tier-2-Anleihen begeben.

Welche Eigenschaften weisen die bestehenden AT1-Instrumente wie CoCos auf?

Es gibt im Prinzip drei verschiedene Varianten der Regelung der Verlustabsorption im Falle eines Trigger-Bruches. Erstens gibt es die Wandlung in Aktien. Zweitens besteht die Möglichkeit einer dauerhaften Abschreibung (permanent write down) und drittens die vorübergehende Abschreibung (temporary write down).

Bei der Variante der Wandlung sind die Regeln klar, wenn der Trigger gebrochen wird, erhält der Investor für seine Anleihe Aktien. Von Bedeutung ist hierbei, wie der Wandlungskurs festgelegt wird. Es kann ein festes Wandelverhältnis bereits zum Zeitpunkt der Emission festgelegt werden. Alternativ gibt es auch die Variante der variablen Wandlungspreisfindung, bei denen wird der Umtauschkurs erst in einem bestimmten Durchschnittszeitraum vor der Umwandlung in Aktien festgelegt. Die Berechnung erfolgt hierbei selbstverständlich erst nach dem Trigger-Bruch. Im Gegenzug zur dauerhaften Abschreibung gibt es bei der vorübergehenden Abschreibung die Möglichkeit, aus künftigen Gewinnen den Nennwert wieder hochzuschreiben. Die Hochschreibung darf nicht verpflichtend sein, sie liegt völlig in der Entscheidungsgewalt der Bank. Eine Bank darf sogar Dividenden zahlen ohne eine Hochschreibung vornehmen zu müssen. Es gibt auch die von alten Kapitalins-

trumenten bekannten Dividenden-Pusher nicht mehr.

In guten Jahren darf aber auch nur ein gewisser Prozentsatz des Gewinns für die Hochschreibung verwendet werden. Der Markt geht davon aus, dass eine Bank, die für ihre Refinanzierung auf den Kapitalmarkt angewiesen ist, ein klares Interesse daran hat, Hochschreibungen nach Möglichkeit vorzunehmen. Aber wie gesagt, es gibt keinerlei Verpflichtungen, auch keine aufsichtsrechtlichen, dazu.

Welche Variante ist mittlerweile üblich?

Die Variante mit der vorübergehenden Abschreibung ist in Europa mittlerweile üblich. Die deutschen Emittenten haben sich alle für diese Form der CoCos entschieden. Allerdings gibt es in einigen europäischen Ländern auch Besonderheiten, so dürfen in der Schweiz die hiesigen Institute keine Titel mit vorübergehender Abschreibung begeben.

Wie sehen die Trigger in der Praxis aus?

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat festgelegt, dass der Trigger bei mindestens 5,125 Prozent des Common Equity Tier 1 zu liegen hat. Dies leitet sich vom absolutem Minimum CET 1 von 4,5 Prozent und Capital Conservation Buffer von 2,5 Prozent her. Dieser Buffer ist in vier Quartile unterteilt, in das letzte Quartal fällt eine Bank, wenn sie unter die Quote von 5,125 Prozent fällt. Der überwiegende Teil der europäischen AT1-Instrumente sieht einen Trigger von 5,125 Prozent vor. Einige Märkte, wie das Vereinigte Königreich, möchten mit 7 Prozent deutlich mehr, in Schweden sind 8 Prozent üblich. In Deutschland haben sich die Deutsche Bank und die Dekabank für die 5,125 Prozent entschieden, die Aareal Bank für einen Trigger bei 7 Prozent.

Welche Trigger-Variante ist sinnvoller?

Alle drei Strukturen haben ihre Berechtigung, bei den Triggern gibt es jeweils unterschiedliche Beweggründe und Motive. Es ist aber für Emittenten immer sinnvoll, sich von Anfang an zu überlegen, welchen Weg man wie gehen möchte. Es gereicht einer Bank zum Vorteil, wenn sie nicht versucht, verschiedene Varianten zu nutzen. Wenn man sich für einen Weg entschieden hat, zahlt es sich im Hinblick auf Konsistenz und Übersichtlichkeit der Kapitalstruktur klar aus. Vor und in der Finanzkrise haben einige Banken in Europa jede Modeerscheinung mitgemacht, die Wirkung wurde dadurch teilweise sehr beeinträchtigt. Mit der Reform der Kapitalstruktur durch Basel III war ganz klar das Ziel der Harmonisierung der unterschiedlichen Regime verbunden. Banken werden motiviert, über eine übersichtliche und funktionierende Kapitalstruktur zu verfügen.

„Lloyds brachte 2009 den ersten Bond."

Wie werden Abschreibungen oder Wandlungen ausgelöst?

Die Banken haben gegenüber den Aufsichtsbehörden eine laufende Berichterstattung über Kapitalquoten zu erfüllen. Darüber hinaus kann die Aufsicht jederzeit ad hoc Auskunft über die Kapitalsituation verlangen. Darüber hinaus gibt es die sogenannte Non viability loss absorbtion (point of non viability oder PONV) für Tier-1- und Tier-2- Instrumente. Dadurch soll sichergestellt werden, dass im Falle von Schwierigkeiten auch eine Verlustteilnahme von Tier-2-Anleihen möglich ist. Der PONV ist erreicht, wenn die Bank eine staatliche Rettungskapitalspritze braucht oder wenn der Aufseher feststellt, dass die Bank ohne eine Abschreibung auf ihre Kapitalbestandteile nicht mehr lebensfähig wäre. Auch diese Variante kann zur Wandlung beziehungsweise zur Abschreibung führen, zusätzlich zum Bruch des Triggers.

„Markterwartungen an eine gute Kapitalquote haben sich verändert."

Gibt es neben den Banken andere Emittenten?

Auch bei den Banken stehen die CoCos weiterhin mitten in der regulatorischen Entwicklung. Die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht präsentierten Vorschläge für ein „Basel IV"-Konzept zielen darauf ab, das Vertrauen in die Risk Weighted Assets und deren Ermittlung zu stärken. Durch die mögliche Einführung eines Capital Floors im Standardansatz könnte es in Europa zu einem Anstieg der RWAs kommen, was folglich eine stärkere Emission von CoCos erforderlich machen würde. Im Rahmen der Abwicklungsregeln (resolution regimes) für systemrelevante und global aktive Banken ist im Rahmen des „Multiple Point of Entry"-Konzepts auch denkbar, dass künftig die Töchter von großen Häusern selbst an den Markt gehen, um ihre eigene Kapitalbasis zu stärken. Das heißt, die Töchterbetrachtung im Rahmen von aufsichtsrechtlichen Abwicklungsregeln könnte zu einem verstärkten Angebot von Töchtern dieser großen Banken führen.

„Die Hochschreibung liegt in der Entscheidungsgewalt der Bank."

Ähnliche Instrumente wird es in absehbarer Zeit auch von Versicherungen geben. Durch die Einführung der Kapitalregeln für Versicherungen durch Solvency II wird es zu einer Einführung von Trigger-basierten und mit Verlustteilnahmemechanismen versehenen Emissionen kommen.

Spannend wird sein, wie die künftigen Kapitalregelungen für sogenannte Non Bank – Non Insurer Global Systemically Important Financial Institutions (NBNI G-SIFIs) aussehen werden. Das Financial Stability Board und die IOSCO haben bereits das zweite Konsultationsverfahren eingeleitet. Betroffen von entsprechenden Regelungen wären beispielsweise die großen Finanzierungstöchter von Unternehmen, führende Asset Manager und Hedgefonds.