



Bernd Rudolph / Sarah Zech

Einsatzmöglichkeiten und Verlustabsorptionsfähigkeit von CoCos

Contingent Convertibles (CoCos), die bei einer finanziellen Schieflage der emittierenden Bank zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis abgeschrieben oder in haftende Mittel umgewandelt werden, stellen auch unter regulatorischen Gesichtspunkten hybride Finanztitel dar. Sie können je nach Ausstattung in einem bestimmten Umfang als Tier 1 (AT1)- oder Tier 2 (T2)-Mittel anrechenbar sein, sind aber auch als „berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten“ zur Erfüllung der Anforderungen des Sanierungs- und Abwicklungsgesetzes geeignet.

Herausforderungen des Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus

Nach § 49 des am 19. Dezember 2014 in Kraft getretenen Gesetzes zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (Sanierungs- und Abwicklungsgesetz – SAG) haben in Deutschland alle Banken einen Mindestbetrag an Eigenkapital und „berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten“ vorzuhalten, damit im Falle einer Schieflage des Instituts im Zuge eines möglichen Bail-in-Verfahrens ausreichend Haftungsmasse vorhanden ist. § 49 SAG setzt Art. 45 der Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) um, wonach Banken zu jedem Zeitpunkt eine Mindestquote an Eigenmitteln und berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten einhalten müssen: Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities (MREL).

Der Mindestbetrag wird als Verhältnis der Eigenmittel und bail-in-fähigen Verbindlichkeiten zu den gesamten Passiva der Bank von der Aufsicht vorgegeben. Die Vorgabe soll bewirken, dass trotz hoher, in der

Zukunft möglicherweise eintretender Verluste und einem entsprechenden Verzehr des Eigenkapitals noch ausreichende Mittel verfügbar sind, um bestimmte Gläubiger wie Kleinanleger und Finanzintermediäre zur Vermeidung von Ansteckungs- und Dominoeffekten zu schützen. Deren „Rettung“ würde nämlich letztlich wieder zulasten der Steuerzahler erfolgen, sodass der Aufbau des MREL-Puffers insbesondere zur Vermeidung einer Inanspruchnahme von Mitteln der Steuerzahler eingeführt wird.

Konzeptionell unterscheidet sich die Mindestverlustabsorptionsquote MREL nicht nur im Hinblick auf die Bezugsgrößen von

der im November 2014 vom Financial Stability Board FSB vorgeschlagenen RWA-abhängigen Verlustabsorptionsquote für global systemrelevante Banken, der Total Loss Absorption Capacity (TLAC), sondern auch durch den aufsichtlich institutsspezifisch festgelegten Belastungssatz und die Ausgestaltung als „going concern“-Instrument.¹⁾ In der EU legt die Abwicklungsbehörde für jedes Institut individuell die Höhe des einzuhaltenden Prozentsatzes nach einer Reihe in § 49 Abs. 4 SAG genannter Kriterien fest. Zu diesen Kriterien gehören

– erstens die Bedingung, dass sichergestellt sein soll, dass das Institut im Sinne der Zielsetzungen des SAG abgewickelt werden kann,

– zweitens die Bedingung, dass auch nach einer Verlustabsorption bei Bedarf eine harte Kernkapitalquote in einer Höhe dargestellt werden kann, sodass das Institut in sanierter Form am Markt weiterarbeiten kann,

– drittens die Berücksichtigung der Größe, des Geschäftsmodells, der Refinanzierungsstruktur und des Risikoprofils der Bank und

– viertens die Sicherstellung, dass der mögliche Ausfall des Instituts nicht zu weitreichenden negativen Auswirkungen für die Finanzstabilität führt.

Inanspruchnahme und Beteiligung der Gläubiger

Die im SAG definierten Mindestverlustdeckungsquoten, die die bisherigen Eigen-

Prof. Dr. Bernd Rudolph, Emeritus, Fakultät für Betriebswirtschaft, Ludwig-Maximilians-Universität München, und Sarah Zech, Rechtsanwältin, GSK Stockmann + Kollegen, München

Welche Maßnahmen und Instrumente können dazu beitragen, die Kapitalbasis der Banken zu stärken, um mögliche Verluste aus eigener Kraft bewältigen zu können? Auf diese wichtige Frage möglicher Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise haben nicht zuletzt die Schweizer Regulierer schon vor fünf Jahren das Instrument der Contingent Convertible Bonds diskutiert und in das dortige Regulierungsumfeld eingebracht. Vonseiten der Deutschen Bundesbank wurde Anfang dieses Jahres angeregt, die Weiterentwicklung der gesetzlichen Rahmenbedingungen für CoCo-Bonds voranzutreiben. Vor diesem Hintergrund diskutieren die Autoren insbesondere die Einsatzmöglichkeiten als relevante Eigen- oder Fremdkapitalinstrumente (Red.)

mittelvorgaben nach Basel III ergänzen und erweitern, erfüllen eine spezifische Funktion bei der Stärkung des neuen Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus und insbesondere im Bail-in-Verfahren des Sanierungs- und Abwicklungsgesetzes.

Ein zentrales Element zur Verfolgung unterschiedlicher Strategien der Aufsichts- und Abwicklungsbehörden stellt gemäß § 95 SAG das Bail-in-Verfahren dar, also eine Inanspruchnahme und Beteiligung der Gläubiger zur Sanierung oder Abwicklung einer Bank. So kann ein Bail-in bei positiver Fortführungsprognose der Rekapitalisierung eines Instituts mit dem Ziel einer nachhaltigen Stabilisierung (going concern) dienen, aber auch – in Kombination mit den anderen Abwicklungsinstrumenten – der Sicherstellung kritischer Funktionen für den Finanzmarkt im Rahmen einer geordneten Abwicklung (gone concern). Nach der vorgegebenen Schrittfolge des Bail-in greift ein zweistufiges Verfahren.

– Im ersten Schritt erfolgt die aufsichtsrechtliche Ermittlung des Betrages, der zur Absorption der aufgelaufenen Verluste erforderlich ist. Dieser Betrag kann durchaus auch höher als die bislang aufgelaufenen Verluste angesetzt werden, wenn zur Sanierung der Bank eine angemessene harte Kernkapitalquote zur Deckung der regulatorischen Eigenmittelanforderungen wieder hergestellt werden soll.

– Im zweiten Schritt wird dann der ermittelte Betrag gemäß der im Gesetz vorgegebenen Haftungskaskade auf die Anteilseigner und Gläubiger verteilt. Dazu erfolgt nach § 97 (1) SAG eine Inanspruchnahme der eigenen Mittel in der Reihenfolge CET1 (hartes Kernkapital), AT1 (zusätzliches Kernkapital) und T2-Instrumente (Ergänzungskapital) sowie schließlich die „berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten“.

Gesetzliche und diskretionäre Ausnahmen

Bei der Inanspruchnahme der Gläubiger sind diverse Ausnahmen vorgesehen, die in § 91 (2) SAG ausführlich aufgelistet sind.

Dazu zählen insbesondere

- Einlagen unter 100 000 Euro je Einleger,
- besicherte Verbindlichkeiten,

– Interbankverbindlichkeiten mit einer Ursprungslaufzeit von weniger als sieben Tagen sowie

– Verbindlichkeiten gegenüber Beschäftigten sowie Geschäftsgläubigern aufgrund von Lieferungen und Leistungen.

Neben den genannten gesetzlichen Ausnahmen sind auch diskretionäre Ausnahmen vom Bail-in möglich, da die Abwicklungsbehörde durch § 92 die Befugnis erhält, im Einzelfall bestimmte Verbindlichkeiten ganz oder teilweise vom Bail-in zu befreien.²⁾ So können beispielsweise nach § 92 (1) Nr. 3 SAG Einlagen natürlicher Personen oder kleiner und mittlerer Unternehmen auch jenseits der 100 000-Euro-Schwelle von der Gläubigerbeteiligung ausgeschlossen werden.

Da ein erheblicher Teil der Verbindlichkeiten vom Bail-in verschont wird oder verschont werden kann, muss die Bank in Zukunft sicherstellen, dass ihr dennoch stets ausreichend „bail-in-fähige“ Passiva zur Verfügung stehen, um die von der Aufsicht ins Auge gefassten Abwicklungsziele nicht zu gefährden. Die Vorschriften zur Mindestverlustabsorptionsfähigkeit werden also in den Banken zur Erschließung weiterer berücksichtigungsfähiger Refinanzierungsquellen beitragen, deren Mittel den Anforderungen der „berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten“ genügen.

Zur erfolgreichen Platzierung solcher Finanztitel sollten die Bankgläubiger nicht nur das Risikoprofil der Gesamtbank kennen, sondern auch eine möglichst präzise Vorstellung davon haben, an welcher Stelle sie in die Haftungskaskade eingebunden sind. Das setzt für die Gläubiger eine weitgehende Transparenz über die gesamte Passivseite der Bank und deren Haftungsqualität voraus. Je umfangreicher die möglicherweise für Außenstehende nicht erkennbaren „geschonten“ Passivposten vermutet werden müssen, umso geringer wird die mutmaßliche „Recovery Rate“ der Forderungen von den Gläubigern und Ratingagenturen eingeschätzt. Kann die Abwicklungsbehörde (ex post) diskretionäre Entscheidungen über die Beteiligung oder Befreiung einzelner Verbindlichkeitspositionen treffen, nimmt die Ambiguität der Gläubigereinschätzungen gegenüber der Qualität ihrer Forderungen noch zu.³⁾

Die Ambiguität der Forderungsqualität wird in jedem Fall die Refinanzierungskosten der Banken erheblich belasten. Wird die Unsicherheit unter den Gläubigern zu groß, führt dies nicht nur spätestens im Fall ihrer Inanspruchnahme zu destabilisierenden Dominoeffekten, sondern konterkariert auch im Grundsatz die marktdisziplinierende Anreizfunktion der Gläubigerbeteiligung.

Als ebenso gangbarer wie attraktiver Ausweg könnte sich hier der vermehrte Einsatz von Contingent Convertibles erweisen. Diese Finanztitel, die seit geraumer Zeit an den Kapitalmärkten eine gewisse Popularität erlangt haben, sind klar erkennbar vorrangig einsetzbar und eignen sich im Besonderen zum Ausgleich von Verlusten bereits vor dem Eintritt einer „Resolution“-Situation. Im Folgenden wird daher diskutiert, mit welchen Vorteilen und Problemen der Einsatz von CoCos als Pflichtwandelanleihen zur Lösung der beschriebenen Probleme zunehmender Ambiguität durch die Privilegierung verschiedener Verbindlichkeiten verbunden sein könnte.

Pflichtwandelanleihen als Ausweg aus der Ambiguitätsfalle?

Bereits die Liikanen-Kommission hat die verpflichtende Emission sogenannter „Bail-in-Anleihen“ als Möglichkeit vorgeschlagen, die Glaubwürdigkeit der Gläubigerbeteiligung zu erhöhen.⁴⁾ In Betracht kommen hier in erster Linie Contingent Convertibles Bonds als hybride Wertpapiere beziehungsweise Schuldverschreibungen, die entweder in Gesellschaftsanteile – meist Aktien – umzuwandeln oder dauerhaft oder vorübergehend herabzuschreiben sind, wenn bestimmte Auslöseereignisse (Trigger) eintreten, die in den Emissionsbedingungen festgelegt sind.⁵⁾ Eine Verpflichtung zur Emission von Pflichtwandelanleihen sehen die neuen regulatorischen Bestimmungen zum Nachweis ausreichender Mindestverlustabsorptionsmittel nicht vor. Stattdessen wird ein allgemeinerer Ansatz in Form der Mindestvolumina an bail-in-fähigen Verbindlichkeiten gewählt.

Wenn CoCo-Bonds als transparente Verlustpuffer eingesetzt werden sollen, kommt es darauf an, sie so zu konstruieren, dass sie für unterschiedliche Investorengruppen möglichst attraktive Anlagevehikel darstellen, die die Renditeerwartungen der

Anleger mit ihrer Funktion im Rahmen des neuen Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus in Einklang bringen und einen liquiden Sekundärmarkt etablieren können. Dies erfordert insbesondere ein hohes Maß an Transparenz, das im Ansatz dadurch gewährleistet werden sollte, dass die Anleger möglichst von vornherein die Bedingungen exakt kennen, unter denen sie zur Verlusttragung herangezogen werden. Dies kann je nach Festlegung des „trigger event“ auch schon vor der möglichen Einleitung regulatorischer Abwicklungsmaßnahmen erfolgen, wodurch die Funktion der CoCos als Verlustpuffer besonders zum Tragen kommt.

Auch wenn sich Finanzwissenschaft, Regulatoren, Finanzanalysten und die Research-Abteilungen (potenzieller) Emittenten und Investoren seit Jahren mit einer angemessenen Ausgestaltung von CoCos beschäftigten, existiert bis heute kein einheitlicher Standard zur Konstruktion und Bewertung. Ebenso wenig kann man ein nach verschiedenen Investorengruppen klar ausdifferenziertes Produktangebot erkennen. Auch die Ratingagenturen halten sich bislang mit einem spezifisch auf die CoCos ausgerichteten Bewertungsdesign zurück. Daher sollen im Folgenden die relevanten Konstruktionsmerkmale der CoCos in den verschiedenen diskutierten Varianten mit Blick auf ihre jeweilige Anreizstruktur und Funktionsweise im Sanierungs- beziehungsweise Abwicklungsfall noch einmal kurz zusammengestellt werden. Ein besonderes Augenmerk wird dabei auf der Einbindung unterschiedlicher Investorengruppen mit Blick auf die Erreichung der regulatorischen Mindestverlusterdeckungsquoten gelegt.

Nicht nur CoCos, die in beschränktem Umfang als zusätzliches Kernkapital der emittierenden Banken angerechnet werden dürfen (AT1- und T2-CoCos)⁶⁾ und daher besonders eng gefassten Gestaltungsanforderungen seitens der Aufsicht unterliegen, stehen im Fokus des Interesses. Auch anderweitige Gestaltungen von CoCos können die Effektivität des regulatorischen Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus und insbesondere des Bail-in-Verfahrens stärken.

Konstruktionsalternativen von Contingent Convertible Bonds

Die spezifischen Konstruktionsmerkmale von CoCo-Bonds definieren sich in erster

Linie über die vorab festgelegte Art und Höhe des Triggers zur Abschreibung oder Umwandlung sowie die Wandlungsbedingungen. Häufig empfohlen wird ein hoher Trigger, um Krisensituationen möglichst frühzeitig entgegenzuwirken, wobei buchhalterische⁷⁾ den marktbasierteren Triggern aus mehreren Gründen vorgezogen werden, obwohl diese am raschesten auf marktnahe Informationen reagieren. So wird die Orientierung am Buchwert des Eigenkapitals im Vergleich zur Entwicklung des Aktienkurses als weniger manipulationsanfällig eingeschätzt.⁸⁾ Darüber hinaus sind an Buchwerten orientierte Trigger auch für Banken geeignet, die auf kein Aktienkapital zurückgreifen können. Zudem besteht eine Anbindung an die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalregulierung, wobei ausdrücklich empfohlen wird, den Trigger nicht erst bei Unterschreiten regulatorischer Mindesteigenkapitalvorgaben oder gar erst bei Einleitung einer Abwicklung des Instituts zu setzen, sondern bereits bei einer höheren Eigenkapitalquote.⁹⁾ Erreicht werden soll damit, dass trotz eingetretener Verluste ein weitgehend ungestörter „going concern“-Betrieb der Bank ermöglicht wird. Ansonsten werden negative Signalwirkungen für andere Gläubiger, auch anderer Banken, und damit prozyklische Effekte wahrscheinlicher.

Im Fall eines hoch angesetzten Triggers liegt das Wandlungsereignis aus Sicht der Investoren zwar näher, es steigt aber auch bei geeigneten Wandlungsbedingungen der Anreiz zur Disziplinierung der Bank. Ferner locken höhere Renditen als im Fall risikoärmerer Investments. CoCos können sich als eine Art zusätzlicher Kapitalpuffer zum Schutz weiterer Gläubiger der Bank mit revitalisierender Tendenz erweisen. Sollte es trotz der Rekapitalisierung im weiteren Verlauf zur Einleitung eines Bail-in-Verfahrens kommen, wären die in Eigenkapital umgewandelten CoCos unabhängig von der Ausübung diskretionärer Spielräume zentraler Bestandteil der Haftungsmasse.

Im Vergleich zu anderen Anleihen können CoCos bereits durch ihre vorab festgelegten Konstruktionsmerkmale eine verbesserte Transparenz sowohl aufseiten der CoCo-Investoren als auch aufseiten der übrigen Gläubiger ermöglichen. Dieser Vorzug kann sich allerdings im Einzelfall dadurch relativieren, dass die Behörden durch Feststellung des sogenannten „Point

of Non-Viability“ (PONV) die Möglichkeit haben, unabhängig vom Vorliegen der Abwicklungsvoraussetzungen, Inhaber relevanter Kapitalinstrumente zu beteiligen, das heißt bereits zu einem frühen Zeitpunkt unterschiedliche Eigenkapitalinstrumente durch Abschreibung oder Umwandlung in hartes Kernkapital einzubinden.¹⁰⁾

Wandlungsbedingungen im Blick

Ein hoher Trigger führt in Kombination mit geeigneten Wandlungsbedingungen dazu, dass die Anteilseigner der Bank keine besonderen Anreize zur Unterstützung einer riskanten Geschäftspolitik haben, wollen sie eine Umwandlung der CoCos in Aktien zu ihren Lasten verhindern. Bezieht sich nämlich die Wandlungsquote auf eine bei der Emission fixierte Anzahl von Aktien, so wird die Umwandlung zu einem Zeitpunkt, zu dem ein Krisenzustand noch nicht erreicht ist und der Marktwert des Instituts wenig gelitten hat, zu einer deutlichen Verwässerung der Positionen der Anteilseigner führen. Die Verwässerung findet zumindest dann statt, wenn das Wandlungsverhältnis großzügig zugunsten der CoCo-Inhaber bemessen wurde. Je nach konkreter Ausgestaltung der Wandlungsbedingungen kann die Umwandlung in eine festgelegte Anzahl von Aktien bei einem hohen Trigger somit für den CoCo-Inhaber vorteilhafter sein als eine Umwandlung zum Nennwert der Aktien.

Letztere Variante wäre dagegen im Fall eines niedrigen Triggers attraktiver und sicherer für die CoCo-Inhaber, da der Aktienkurs bei Wandlung erheblich gesunken sein dürfte und die Investoren für eine ex ante definierte Menge an Eigenkapital mehr Aktien erhalten.¹¹⁾ Um Fehlanreize für die Anteilsinhaber dahingehend zu vermeiden, dass Verluste vor der eigenen Haftung von CoCo-Inhabern getragen werden, spricht sich die EZB im Übrigen gegen CoCos aus, die im Fall eines Trigger Event abgeschrieben anstatt in Eigenkapital umgewandelt werden („write-down“-CoCos).¹²⁾

Bleibt man bei der Prämisse eines hohen Triggers, um der besonderen Funktion der CoCos im regulatorischen Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus ausreichend Rechnung zu tragen, ergeben sich unterschiedliche Risikoprämien in Abhängigkeit von den mehr oder weniger vorteilhaften Wandlungsquoten. Eine grundlegende Un-

terscheidung ergibt sich allerdings aus den verschiedenen Anrechnungsmöglichkeiten bei den Eigenkapitalbestandteilen der emittierenden Banken und den damit verbundenen Ausfallrisiken für die Investoren: CoCos, die dem AT1-Kernkapital der Banken zugerechnet werden (AT1-CoCos), sind Anleihen ohne feste Laufzeit, die frühestens (wenn überhaupt) nach fünf Jahren gekündigt werden dürfen.

Auch ohne Trigger-Ereignis kann die Kuponzahlung jederzeit vorübergehend oder auch dauerhaft ausgesetzt werden. T2-CoCos mit Fälligkeitsdatum und vorgeschriebenem Kupon, die zum Ergänzungskapital zählen, werden demgegenüber auch im Fall der Insolvenz bevorzugt behandelt. Auf den ersten Blick eignen sich AT1-CoCos daher eher für risikobereite Investoren wie etwa Hedgefonds, T2-CoCos dagegen eher für Versicherungen und Pensionsfonds, wobei die Gestaltungsmodalitäten im Einzelnen nicht außer Acht gelassen werden dürfen. Die Ausfallrisiken eines T2-CoCo mit hohem Trigger etwa werden in der Praxis nicht selten unterschätzt und nur unzureichend eingepreist.¹³⁾

Marktentwicklung und Risiken: Für wen sind CoCos attraktiv?

Wie ist angesichts der unterschiedlichen Konstruktionsmöglichkeiten von CoCos die aktuelle Marktentwicklung in Europa zu beurteilen? Auch wenn ein klar ausdifferenziertes Produktangebot nach wie vor nicht ausgemacht werden kann, lässt sich erkennen, dass der Markt durch regulatorische Anreize geprägt ist. So werden vor allem AT1-CoCos zur Stärkung der Kernkapitalquote von Banken emittiert.¹⁴⁾ Diese Entwicklung dürfte sich weiter verstärken, da ein erhebliches Volumen an älteren T1-Anleihen zur Refinanzierung ansteht, deren Zurechnung zum haftenden Eigenkapital unter Basel III schrittweise ausläuft.

Hinzu treten in vielen europäischen Ländern steuerliche Anreize unter anderem dadurch, dass der Emittent Zinszahlungen als Kosten vom Vorsteuergewinn abziehen kann. Inwieweit auch die neuen Vorgaben zur Verlustdeckungsfähigkeit den Markt zusätzlich treiben, ist insofern schwierig zu beurteilen, als AT1- und T2-CoCos nur in begrenztem Umfang als Eigenkapital nach der CRR angerechnet werden dürfen.¹⁵⁾ Allerdings können durchaus auch CoCos begeben werden, die nicht der Eigenkapital-

deckung dienen, sondern als anrechnungsfähige Verbindlichkeiten emittiert werden.

Was die Ausstattungsmerkmale von CoCos angeht, so ist der Markt sehr unübersichtlich und kaum erkennbar an den beschriebenen regulatorischen Funktionen der CoCos orientiert, was unter anderem an unterschiedlichen Präferenzen der Aufsichtsbehörden in Bezug auf den Einsatz und die Ausgestaltung von CoCos liegen dürfte. So differenzieren Emittenten ihre CoCo-Produkte teilweise durch eine Reihe unterschiedlicher (auch niedriger) Trigger¹⁶⁾ oder legen für ein und dasselbe Produkt mehrere Trigger bezogen auf Mutter- und Tochterunternehmen fest. Conversion-to-Equity (CE)-CoCos prägen die Produktpalette ebenso wie die verschiedenen Varianten von Write-down CoCos, wobei Partial-write-down-CoCos möglicherweise trotz der Anreizprobleme noch zunehmen könnten, um auch Investoren, die von ihren Anlagerichtlinien her nicht in Aktien investieren dürften, eine breitere Auswahl an Produkten bieten zu können.

Aufgrund der komplexen Marktverhältnisse eignen sich CoCos nicht für private Kapitalanlagen. Daher hat beispielweise die Financial Conduct Authority (FCA) in Großbritannien den Vertrieb an Privatinvestoren seit Oktober 2014 für ein Jahr vorübergehend eingeschränkt. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin hat keinen prinzipiellen Vorbehalt gegen den Vertrieb solcher Anleihen, äußert aber Zweifel, ob CoCos aufgrund der komplexen Produktstruktur, der schwierigen Bewertung und der potenziellen Interessenkonflikte der Banken, die ihr Eigenkapital erhöhen wollen, ein geeignetes Anlageprodukt für Privatanleger darstellen.¹⁷⁾ Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA warnt selbst institutionelle Investoren vor den Risiken bei der Anlage in CoCo-Bonds und weist auf diverse Bewertungsschwierigkeiten hin. Die Wahrscheinlichkeit eines Trigger-Ereignisses sowie das Ausmaß und die Wahrscheinlichkeit von Verlusten im Fall der Umwandlung beziehungsweise Abschreibung von CoCos oder (bei AT1-CoCos) im Fall von Kupon-Ausfällen seien schwer abschätzbar.¹⁸⁾

Viele der spezifischen Risiken von CoCo-Bonds, gerade im Fall von AT1-CoCos,

resultieren unmittelbar aus aufsichtsrechtlichen Anforderungen, wie auch die Stellungnahmen der BaFin und ESMA verdeutlichen. Dabei kann der CoCo-Bond-Investor möglicherweise schlechter stehen als der Aktionär, wenn beispielsweise bei einem hohen Trigger CoCo-Bonds vor Aktien abgeschrieben werden oder Kupon-Zahlungen jederzeit unabhängig von Dividendenausschüttungen kündbar sind. Ein wesentliches Problem ist auch die Bestimmung des Trigger-Ereignisses: So lässt sich die Entwicklung der Eigenkapitalquoten unter anderem aufgrund der sensitiver ausgerichteten Risikogewichtungsmodelle nur schwer prognostizieren, wobei erwartet werden kann, dass die Aufsicht tendenziell mehr Einfluss auf die Risikogewichtung individueller Banken nehmen wird.¹⁹⁾

Die diskretionären Spielräume der Regulatoren können sogar in Konkurrenz zu den vertraglich festgelegten Triggern treten: Stellt die Abwicklungsbehörde den „Point of Non-Viability“ (PONV) fest, können auch CoCos mit hoch angesetztem Trigger umgewandelt oder abgeschrieben werden, ohne dass das vertraglich vereinbarte Trigger-Ereignis bereits eingetreten ist. Die Transparenz der vorab festgelegten Trigger-Höhe wird durch diese Unsicherheiten des Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus nicht unerheblich beeinträchtigt.

Mitarbeitervergütungssysteme als Einsatzmöglichkeit

Angesichts der beschriebenen Marktgegebenheiten und regulatorischen Bedingungen stellt sich die Frage, für welche Investorengruppen CoCos überhaupt infrage kommen sollten. Auch wenn Banken in der Praxis nicht nur als Emittenten von CoCo-Bonds fungieren, sondern auch als Investoren, sollten wegen naheliegender Ansteckungseffekte unbedingt weitere Investorengruppen in den Blick genommen werden. Hinzu kommt, dass Banken nach der CRR-Verordnung Abzüge vom Eigenkapital vornehmen müssen, wenn sie in entsprechende Positionen, sei es AT1, sei es Tier 2, anderer Unternehmen der Finanzbranche investiert sind. Für Versicherungen dürften CoCo-Bonds so lange unsicher bleiben, als offen ist, wie viel Eigenkapital sie hierfür nach Solvency II hinterlegen müssen. Für langfristig ausgerichtete Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen dürften CoCo-Investments auch insofern problematisch sein, als sie die

damit verbundenen Kreditrisiken im Rahmen der regulatorischen Vorgaben nicht angemessen diversifizieren und absichern können.²⁰⁾

Vor diesem Hintergrund verwundert es kaum, dass insbesondere spezialisierte Fondsanbieter und Hedgefonds in CoCo-Bonds investiert sind. Dabei sollten die Regulatoren traditionelle institutionelle Investoren wie Versicherungen perspektivisch zur Stärkung einer breiteren Refinanzierungsbasis für Banken im Blick behalten, zumal gerade im Fall von Rückversicherungen befürchtete Ansteckungseffekte nicht direkt auf den Endverbraucher durchschlagen würden. Schließlich könnten sich Write-down-Titel für Mitarbeitervergütungssysteme eignen, eine Einsatzmöglichkeit, über die auch in deutschen Banken vermehrt nachgedacht werden könnte.²¹⁾

Fool's Gold?

Wenn das regulatorische Umfeld und die dadurch bedingten Risiken dazu führen, dass vor allem Hedgefonds in CoCo-Bonds investieren, bleibt die Frage, ob die damit einhergehenden Konsequenzen ausreichend bedacht sind. Zwar können die Banken auch auf diesem Wege die vorgegebenen Eigenmittel- und Verlustdeckungsquoten zu erfüllen suchen. Kann diese Strategie jedoch auch mittelfristig tragen? Gewarnt wird jedenfalls vor den prozyklischen, krisenverstärkenden Herdeneffekten, die Hedgefonds durch ihre spezifische Ausrichtung im Fall systemisch angelegter Krisen erzeugen können.²²⁾ Ob die regulatorisch vorgegebenen Kündigungsrestriktionen im Fall von AT1-CoCos dieser Gefahr ausreichend entgegenwirken können, erscheint fraglich, zumal T2-CoCos vergleichbaren Beschränkungen nicht unterliegen.

Sind CoCo-Bonds demnach in erster Linie attraktive Renditevehikel für risikoaffine Investoren? Dafür spricht, dass die den Instrumenten zugrunde liegenden Szenarien noch nicht eingetreten sind, sodass die Datengrundlage zur Risikobewertung auch insofern noch begrenzt ist. Selbst bei tatsächlichem Eintritt eines Trigger-Ereignisses bleibt fraglich, inwieweit diese Erfahrungswerte über eine Einzelfallbetrachtung hinausweisen können. Gerade im weiterhin anhaltenden Niedrigzinsumfeld könnte die Aussicht auf hohe Rendi-

ten den Blick auf die Risiken eintrüben. Umso mehr sind die Absicherungs- und Hedgingstrategien professioneller Fondsanbieter zu prüfen.

Was bleibt von der Idee eines transparenten Verlustpuffers zur Stärkung des Bail-in-Regimes und zur Erfüllung der neuen Verlustdeckungsquoten übrig? Solange die diskretionären Spielräume, insbesondere bei der Feststellung des PONV, nicht in einem vorhersehbaren Rahmen ausgeübt werden, wird die vorab vertraglich festgelegte Triggerhöhe nicht zu den erhofften Transparenz- und Anreizeffekten aufseiten der Investoren führen. Da die vereinbarten Trigger möglicherweise von den diskretionären Entscheidungen der Regulatoren überlagert und konterkariert werden, verwundert die vorhandene Bandbreite unterschiedlich hoher Trigger kaum.

Nach wie vor gewährleistet allerdings ein hoher Trigger die besondere Verlustpufferfunktion der CoCos. Dies gilt umso mehr unter der Annahme, als die Abwicklungsbehörde im Einzelfall den PONV zu spät, das heißt erst bei Unterschreiten der (harten) Kernkapitalvorgaben feststellt. Erst nach Erprobung der neuen regulatorischen Praxis wird sich herausstellen, inwieweit vorab festgelegte hohe Trigger zur Transparenz im Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus beitragen können. Ansonsten sind und bleiben die Konstruktionsmerkmale der CoCo-Bonds in erster Linie Manövriermasse beim Suchen und Finden attraktiver Risikoprämien.

Fußnoten

- 1) Global systemrelevante Banken (G-SIBs) sollen eine Mindest-TLAC-Quote von 16 bis 20 % der risikogewichteten Aktiva einhalten, mindestens aber das Zweifache der Leverage Ratio (Pillar 1). „Dabei wird erwartet, dass die zur Erfüllung der TLAC einbezogenen Kapitalinstrumente mindestens zu 33 % aus Fremdkapital bestehen, das nicht bereits zur Erfüllung anderer regulatorischer Kapitalanforderungen dient.“ PWC (2014).
- 2) Die Bundesbank sieht diese Ausschlussmöglichkeit kritisch, da ihrer Ansicht nach solche diskretionären Spielräume ein potenzielles Einfallstor für politische Einflussnahme darstellen. Vgl. Deutsche Bundesbank (2014b), S. 87.
- 3) Daher fordert auch der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 2014/15, S. 188, die substanzielle Reduzierung der Ermessensspielräume von Behörden und Politik. Insbesondere solle die Möglichkeit gestrichen werden, einzelne Gläubiger von der Anwendung des Bail-in-Instruments auszunehmen. Ein weiteres Problem im Zuge des Bail-in ergibt sich aus der Unsicherheit (vorläufiger) Assetbewertungen und deren Angreifbarkeit: Bewertungsvorgang und Bewertungsergebnis sind nach § 69 Abs. 2 SAG zumin-

dest mittelbar im Rahmen von Rechtsmitteln Betroffener gegen Abwicklungsmaßnahmen einer richterlichen Überprüfung zugänglich.

- 4) Vgl. Krahen (2013), S. 17. Diesen Ansatz greift auch der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 2014/15, S. 189, auf.
- 5) Vgl. ausführlich die Beschreibungen und Literaturhinweise in Rudolph (2010) und (2013) sowie die Definition der BaFin in: Tophoven/Becker/Yoo (2014).
- 6) Zu den quantitativen und qualitativen Grenzen der Anrechenbarkeit als zusätzliches Kernkapital oder Ergänzungskapital vgl. Cahn/Kenadjian (2014), S. 14–15.
- 7) Hierbei ist ein regelmäßiges unterjähriges Reporting-Regime unerlässlich, um „incomplete contracts“ so weit wie möglich zu vermeiden, vgl. auch Frank (2014), S. 4 und 9.
- 8) Auch eine Verschiebung der Marktverhältnisse dahingehend, dass sinkende Aktienkurse zu zusätzlichen Verkäufen von CoCos führen, die den Aktienkurs weiter belasten (sogenannte „Death Spiral“), dürfte bei Anwendung buchhalterischer Trigger weniger wahrscheinlich sein.
- 9) Die Schweizerische Bankenaufsicht FINMA setzt CoCos ebenfalls bereits vor Auslösung einer Sanierung im Rahmen von ersten Stabilisierungsmaßnahmen noch vor dem Eintritt des Point of Non Viability PONV ein, wenn das harte Kernkapital auf (oder unter) 7 Prozent sinkt, vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (2013), S. 9.
- 10) Die gesetzlichen Vorgaben zur Anwendung des PONV, in Deutschland beispielsweise § 65 SAG, überlassen den Behörden die Wahl einer Umwandlung oder Abschreibung im Einzelfall, so dass die vertraglich vereinbarten Wandlungsverhältnisse nicht zwingend zum Tragen kommen.
- 11) Sofern das Trigger-Ereignis nach buchhalterischen und nicht nach marktbasierter Kriterien ausgelöst wird, dürfte zumindest tendenziell dennoch von einem gleichzeitig unter Druck geratenen Aktienkurs auszugehen sein, wenn auch Situationen denkbar sind, in denen eine negative Eigenkapitalentwicklung auf die Marktwahrnehmung keinen Einfluss hat.
- 12) European Central Bank (2014), S. 73. Eine weitere Produktdiversifizierung ergibt sich aus den unterschiedlichen Typen von CoCos, insbesondere: Conversion-to-Equity (CE), Principal Write-down (PWD) oder Temporary Write-down. Vor der speziellen Variante des „Partial Writedown“ warnt die Bundesbank gleich aus mehreren Gründen: CoCos, deren Inhaber bei Eintritt des Trigger Events teilweise ausgezahlt werden, würden die Liquiditätssteuerung der Bank erschweren, die Unsicherheit über die Solvenz der Bank erhöhen und damit insgesamt destabilisierend wirken; vgl. Bleich (2014).
- 13) So Jezek/Calamaro (2014), S. 46.
- 14) Vgl. etwa Jezek/Calamaro (2014), S. 43; Glover (2014)
- 15) Die Anrechenbarkeit von CoCos ist auf AT1 (zusätzliches Kernkapital) und T2 (Ergänzungskapital) beschränkt, das heißt auf 1,5 Prozent der RWAs bei AT1 und 2 Prozent der RWAs bei T2. Alle zusätzlich geforderten Puffer wie der Kapitalerhaltungspuffer (2,5 Prozent), der antizyklische Kapitalpuffer (bis 2,5 Prozent) und der Systemrisikopuffer (bis 2,5 Prozent) sind in Form von CET1 (hartes Kernkapital) zu erbringen, so dass gerade zur Auffüllung dieser Puffer CoCo-Bonds nicht infrage kommen.
- 16) Die Kernkapitalquoten rangieren etwa zwischen 5 und 7 Prozent.

- 17) Vgl. Tophoven/Becker/Yoo (2014).
 18) Vgl. ESMA (2014).
 19) So Frank (2014), S. 7. Es gibt Überlegungen des Baseler Ausschusses, wonach die Eigenkapitalanforderungen mindestens einen bestimmten Prozentsatz der Kapitalanforderungen nach den Standardsätzen ausmachen sollen.
 20) Vgl. Persaud (2014), 6–7.
 21) Die Schweizerische Finanzmarktaufsicht FINMA unterstützt die Ausgabe von abschreibbaren CoCos als Mitarbeitervergütungsinstrumente von Schweizer Großbanken wie UBS („Deferred Contingent Capital Plan“) oder Credit Suisse („Contingent Capital Award“). Bei der UBS erhalten die Mitarbeiter bis zu 40 Prozent ihrer aufgeschobenen leistungsabhängigen Vergütung im Rahmen des DCCP. Die Zuteilungen werden nach Ablauf von fünf Jahren vollständig übertragen, sofern kein Trigger-Ereignis eintritt. Diese Maßnahmen sollen die Tier-1-Kapitalquoten der Banken aufbessern. Die nachhaltige Erreichung dieses Ziels ist mit Blick auf die weiterhin zu erwartenden beträchtlichen Umstrukturierungsmaßnahmen der Branche allerdings fraglich.
 22) Persaud (2014), S. 7. Auch Goodhart (2014) warnt vor gegenläufigen Anzeifeffekten der TLAC-Vorgaben und der Gefahr eines Deleveraging der Banken, falls Bail-in-Verluste im Ernstfall höher ausfallen als erwartet und Vertrauensverluste die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken perspektivisch verschlechtern.

Literatur

- Avdjiev, Stefan/Kartasheva, Anastasia/Bogdanova, Bilyana (2013): CoCos: A Primer, BIS Quarterly Review, September 2013, S. 43–56.
 Bank of England: The Bank of England's Approach to Resolution, October 2014.
 Bleich, Dirk (2014): Contingent Convertible Bonds and the Stability of Bank Funding: The Case of Partial Writedown, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 28/2014.
 Cahn, Andreas/Kenadjian, Patrick (2014): Contingent Convertible Securities: From Theory to CRD IV, Institute for Law and Finance Working Paper Series No. 143/2014.
 Deutsche Bundesbank (2014a): Die neuen europäischen Regeln zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten, in: Monatsbericht, Juni 2014, S. 31–57.
 Deutsche Bundesbank (2014b): Implikationen der Bankenunion für die Finanzstabilität, in: Finanzstabilitätsbericht 2014, S. 73–93.
 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (2013): Positionspapier Sanierung und Abwicklung von G-SIBs: August 2013.
 European Central Bank (2014): Financial Stability Review, November 2014.
 European Securities and Markets Authority ESMA (2014): Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments, Juli 2014.
 Financial Stability Board: Adequacy of Loss-Absorbing Capacity of Global Systemically Important Banks in Resolution. Consultative Document, November 2014.
 Frank, Ralf (2014): Contingent Convertible Bonds (CoCos), DVFA Kompendium 2014, S. 1–11.
 Glover, John (2015): Contingent Convertibles, Bloomberg QuickTake, März 2015.
 Goodhart, Charles (2014): Bank Resolution under TLAC: The Aftermath, VOX CEPR's Policy Portal, vom 24. Dezember 2014.

- Hilscher, Jens/Raviv, Alon (2014): Bank Stability and Market Discipline: The Effect of Contingent Capital on Risk Taking and Default Probability, in: Journal of Corporate Finance 29 (2014), S. 54–560.
 International Monetary Fund (2014): Global Financial Stability Report, April 2014, Kap. 3.
 Jezek, Michal/Calamaro, Jean-Paul (2014): Die Grenzen von CoCoLand, in: Deutsche Bank Konzept 01 vom 27. November 2014, S. 40–47.
 Krahen, Jan Pieter (2013): Rettung durch Regulierung? Eckpunkte des Liikanen-Berichts, SAFE White Paper Series No. 8, Frankfurt am Main 2013.
 Pardo, José Carlos/Santillana, Victoria (2014): The European MREL: Main Characteristics and TLAC Similarities and Differences, BBVA Research: Europe Regulation Watch, 3. Dezember 2014.
 Persaud, Avinash D. (2014): Why Bail-In Securities Are Fool's Gold, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, November 2014.
 PWC (2014): TLAC und MREL – Zusätzliche Kapitalanforderungen, Kommentar vom 18. Dezember 2014.

- Rudolph, Bernd (2010): Die Einführung regulatorischen Krisenkapitals in Form von Contingent Convertible Bonds (CoCos), in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen ZfgK 63 (2010), S. 1152–1155.
 Rudolph, Bernd (2013): Contingent Convertibles (CoCos) als Bail-in-Instrumente für Banken, in: Finanzkrisen: Ursachen, Lösungen und Verhinderungsmöglichkeiten, zfbf Sonderheft 67 (2013), S. 97–122.
 Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2014/15.
 Thelen-Pischke, Hiltrud (2015): TLAC und MREL – Zusätzliche Kapitalanforderungen, PWC Regulatory Blog (eingesehen am 9. Januar 2015).
 Tophoven, Axel/Becker, Thorsten/Yoo, Chan-Jae (2014): CoCo-Bonds: Risiken für Privatanleger, BaFin Journal Oktober 10/2014, S. 9–12.
 Wallenborn, Ingo/Brisbois, Esther: Abwicklung: Zusätzliche Kapitalanforderungen für global systemrelevante Institute, BaFin Journal Dezember 2014, S. 27–32.

NEU im Programm

Sieghardt Rometsch
**Wirtschaft und Währung
 – Bank – Musik**
 Herausgegeben von
 Helfried Hagenberg.
 2015. 368 Seiten, gebunden,
 49,80 Euro.
 ISBN 978-3-8314-0863-4.



Der jetzt erschienene Band von Sieghardt Rometsch, dem Aufsichtsratsvorsitzenden der HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, ist keine Biographie im eigentlichen Sinn, sondern vielmehr ein Kompendium der von ihm in der Zeit von 1968 bis 2014 veröffentlichten Beiträge.

Neben währungs- und wirtschaftspolitischen Themen liegt der Fokus auf der Problematik von Finanz- und Währungskrisen, auf modernen

Kapitalmarkttheorien und allgemeinen Grundsätzen der Unternehmensführung.

Aus seiner langjährigen Erfahrung heraus zeigt der Autor außerdem die wesentlichen Prinzipien von Bankmanagement und Bankorganisation auf, die ein Institut im Wettbewerb erfolgreich bestehen lassen. Und schließlich spannt er den Bogen bis hin zu seiner privaten Passion – der Musik.

Fritz Knapp Verlag | 60046 Frankfurt am Main

Postfach 11 11 51 | Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00
 E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de | www.kreditwesen.de