



Neues Rentensegment im Kommen

CoCos ALS ANLAGEALTERNATIVE FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Martin Achter, Senior Portfoliomanager, und Dr. Oliver Schlick, Chief Investment Officer, BayernInvest

CoCo, EIN NEUES AKRONYM GEISTERT DURCH DIE INVESTMENTWELT UND WECKT DAS INTERESSE INSTITUTIONELLER INVESTOREN. DAHINTER VERBERGEN SICH SOGENANNTEN CONTINGENT CONVERTIBLE ANLEIHEN, DIE VOM EMITTENTEN ODER AUF VERANLASSUNG DES NATIONALEN REGULATORS ZU EINEM VORDEFINIERTEN SCHWELLENWERT DER KAPITALISIERUNG ABGESCHRIEBEN ODER IN AKTIEN GETAUSCHT WERDEN KÖNNEN. ÜBER DIE WEGE AKTIENTAUSCH, ABSCHREIBUNG OHNE SPÄTERE WERTERHOLUNG UND ABSCHREIBUNG MIT SPÄTERER WERTERHOLUNG KANN SOMIT HARTES EIGENKAPITAL GENERIERT WERDEN. IM VERGLEICH ZU

ANDEREN SCHULDTITELN DESSELBEN EMITTENTEN BIETEN CoCos HÖHERE RENDITEAUFSCHLÄGE UND RÜCKEN IN ZEITEN NIEDRIGER ZINSEN DAHER VERSTÄRKT IN DEN FOKUS INSTITUTIONELLER RENTENANLEGER. NOCH IST DER MARKT RELATIV KLEIN, DÜRFTE SICH ABER AUFGRUND DER NEUEN EIGENKAPITALANFORDERUNGEN NACH BASEL III BIS 2019 ZU EINEM SEGMENT MIT EINEM VOLUMEN VON VORAUSSICHTLICH CA. 150 MRD. EURO ENTWICKELN. CoCos WERDEN DIE ALTE GENERATION VON NICHT MEHR ALS HYBRIDKAPITAL ANRECHENBAREN TIER 1-ANLEIHEN ABLÖSEN.



Dr. Oliver Schlick

Bankenregulierung als Treiber

Im Zentrum von CoCo-Anleihen steht das Ziel des Regulators, die Gläubiger nachrangiger Anleihen bereits frühzeitig in die Bemühungen zur Stabilisierung einer in Schieflage geratenen Bank einzubinden. Zukünftig sollen Bankeigentümer und Bankgläubiger anstelle des Steuerzahlers für Verluste einer Bank in die Verantwortung genommen werden. Die Erfahrungen mit der Bewältigung der Finanz- und Bankenkrise hatten gezeigt, dass die Besitzer von Nachrang-Anleihen für diese Aufgabe bisher kaum herangezogen wurden und die Sanierungsbemühungen fast ausschließlich auf den Schultern des Staates lasteten. Investoren in nachrangige Bankschuldverschreibungen hafteten lediglich im Insolvenzfall der Bank. Mit den durch Basel III verschärften Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen wurde diese Lastenverteilung verändert.



Martin Achter

Contingent Convertibles erreichen das Ziel der veränderten Gläubigerhaftung, indem sie unter vorher festgelegten Bedingungen automatisch in das harte Eigenkapital der emittierenden Bank übergehen und so deren Eigenkapitalausstattung verbessern, wenn es darum geht, Verluste auszugleichen. Tritt der Ereignisfall ein, wandeln sich die Hybrid-Anleihen in Aktien oder werden vom Nominalwert abgeschrieben. Im Gegensatz zu den klassischen Convertible Bonds entscheidet bei den CoCos also nicht der Investor, sondern der Emittent, ob und wann die Wandlung stattfindet.

CoCos auf Wachstumskurs

Der Markt für Contingent Convertibles ist gegenwärtig noch klein. Laut Angaben der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) beläuft sich das Volumen der seit 2009 welt-

weit von Banken ausgegebenen CoCo-Bonds auf 50,4 Mrd. Euro. Ein Großteil davon entfällt nach einer aktuellen Untersuchung der Bank of America – Merrill Lynch mit rund 38 Mrd. Euro auf den europäischen Markt. Hier hat sich das Volumen seit Januar 2011 allerdings mehr als verdoppelt, wobei insbesondere britische, schweizerische und niederländische Banken zu den Hauptemittenten zählen. Experten gehen davon aus, dass dieses Wachstum vor allem aus zwei Gründen weiter anhalten wird. Zum einen dürfte die im Prozess befindliche verbindliche Ausgestaltung der Basel III-Regelungen durch die European



Abb. 1: Wachstum des Europäischen Coco-Marktes (in Mrd. Euro)

Banking Authority (EBA) künftig mehr Klarheit auch über die genauen Anforderungen an CoCo-Bonds mit sich bringen und damit die notwendige Rechtssicherheit herstellen. Zum anderen sind verschiedene europäische Staaten wie zum Beispiel Frankreich oder Spanien dazu übergegangen, die steuerliche Absetzbarkeit der Kuponzahlungen von Contingent Convertibles gesetzlich zu regeln und damit einen weiteren Stolperstein für deren Verbreitung aus dem Weg zu räumen. Auch in Deutschland ist mittlerweile eine Ausführungsbestimmung durch das Bundesfinanzministerium in Vorbereitung, welche die steuerrechtliche Abzugsfähigkeit der CoCo-Kuponzahlungen auf Seiten des Emittenten regeln soll.

Die Nachfrage nach Contingent Convertible-Anleihen resultierte bisher vornehmlich aus dem Bereich von Asset Managern und Hedgefonds aus dem Vereinigten Königreich und Nordamerika, aber auch Privatanleger und Privatbanken aus Asien und Europa gehörten zu den Käufern. Kontinentaleuropäische Großanleger reagierten bis dato noch zurückhaltend. Dies könnte sich jedoch bald ändern. Inzwischen haben einige Fondsgesellschaften

hierzulande erste CoCo-Produkte auf den Markt gebracht, die offenbar auch von Seiten der institutionellen Investoren gut angenommen worden sind. Der Grund hierfür dürfte darin liegen, dass CoCo-Anleihen im Vergleich zu anderen Schuldpapieren gleicher Emittenten höhere Renditechancen bieten. Nach einer beeindruckenden Performance in den vergangenen Wochen bieten neu emittierte CoCo-Bonds einen Kupon von derzeit 6% bis 7%, je nach Bonität des Emittenten und nach konkreter Anleihestruktur. Im Vergleich zu alten, bestandsgeschützten Tier 1-Anleihen liegen die Renditen somit ca. 250 Basispunkte höher. Gegenüber unbesicherten, erstrangigen Forderungen beträgt der Renditeaufschlag sogar rund 4,5 Prozent. Für Investoren kann es sich unter diesen Umständen lohnen, zumindest teilweise in CoCos zu investieren, um sich für das höhere Risiko mit höheren Renditen entschädigen zu lassen, solange das Risiko einer Bankschieflage berechenbar bleibt.

Diskretionärer Ausfall der Kuponzahlung möglich

Allererstes Risiko, noch vor Eintritt eines sogenannten „Trigger Ereignisses“ und der damit verbundenen Wandlung in hartes Eigenkapital, ist die Gefahr eines Ausfalls der Kuponzahlung (gültig ab 2016). Die jährliche Kuponzahlung ist bei CoCo-Anleihen voll diskretionär, d.h. sie unterliegt der Bestimmung des Emittenten und ist keine Muss-Bestimmung. Im Vergleich zur Ausstattung mit Tier 1-Anleihen der alten Generation sind auch sogenannte „Dividenden Stopper“ und „Dividenden Pusher“, also die Verknüpfung der Kuponzahlung mit einer Dividendenzahlung auf die Aktie des Unternehmens, nach CRD IV nicht mehr zulässig. Geregelt wird die diskretionäre Kuponzahlung über das sogenannte „MDA-Prinzip“ (Maximum Distributable Amount), das aus Artikel 141 des CRD IV Regelwerks resultiert. Dieses besagt, dass der Verlust einer Bank zum teilweisen oder völligen Kuponausfall führen kann, falls sogenannte Kapital Puffer Anforderungen (Capital Buffer Requirement) verletzt werden. Die Kapital Puffer Anforderungen sind je nach Größe von Bank zu Bank unterschiedlich und müssen mit ca. 4% bis 6% im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva mit Aktienkapital aufgefüllt werden. Somit ist die Existenz eines ausreichenden Eigenkapitalpuffers noch über den vorgeschriebenen Puffer Anforderungen von großer Bedeutung. Das Beobachten des Abstandes zur Kapitalpuffer-Grenze ist somit wichtiger Bestandteil eines Risikomanagements bei CoCo-Anleihen.

Höhe des Triggers entscheidet

Der Bruch eines Trigger Levels mit entsprechender Wandlung in Aktienkapital oder Herabsetzung des Nominalwertes bis auf null führt zu Verlusten bei Investoren und unterscheidet CoCos von anderen Bankkapital-Instrumenten. CoCo-Trigger beziehen sich auf die Kernkapitalquote und rangieren zwischen 5% (Lloyds ECN Instrumente) und 8,25% (Bank of Ireland) derselben. Die Regel sind jedoch der 5,125%-„Niedrig“-Trigger (Mindestvorschrift laut Basel III für AT1-CoCos) sowie der 7%-„Hoch“-Trigger. AT1-CoCos sind ursprünglich entwickelt worden, um Verluste einer Bank zu absorbieren, selbst wenn der

Bankbetrieb noch weitergeführt wird („going concern“). Beim Erreichen einer Kernkapital-schwelle von 7% ist dies eventuell noch zutreffend, bei einem 5,125%-Trigger dürfte jedoch mit hoher Wahrscheinlichkeit bereits der „Point-of-non-viability“, also der Zeitpunkt der Nicht-Überlebensfähigkeit einer Bank erreicht sein und eine Abwicklung oder Restrukturierung anstelle einer Weiterführung mit gleichem Bank Management erfolgen.

Contingent Convertible Instrumente können, wie bereits erwähnt, auf zwei Arten Verluste absorbieren. Die Anleihen können entweder abgeschrieben werden oder sie können in Aktien gewandelt werden, normalerweise zu einem vorher definierten Kursniveau. Aus Sicht der Verwertungs-Rate sind Anleihen, die in Aktien wandeln, offensichtlich werthaltiger.

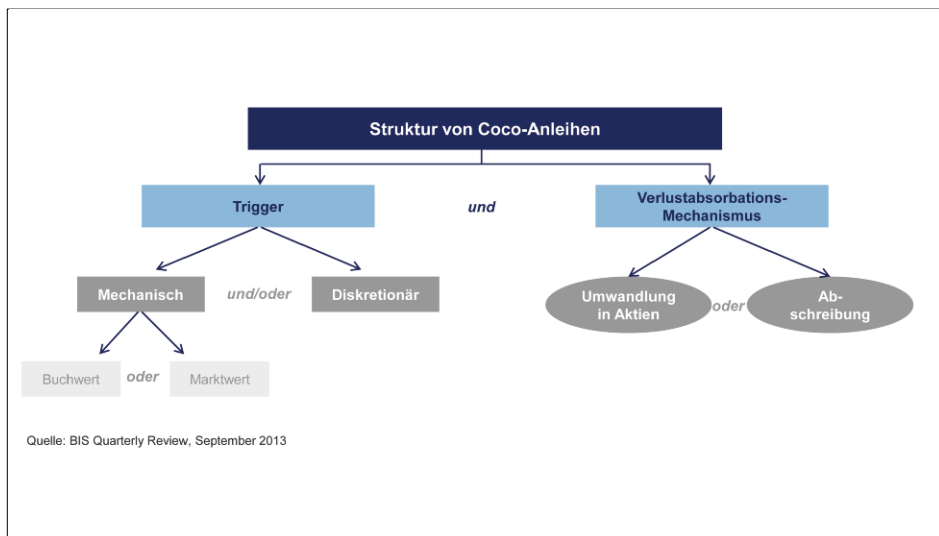


Abb. 2: Die Struktur von CoCo-Anleihen

ger für Investoren. Bei einer Vollwertabschreibung werden Investoren eben mit einem 100% Verlust konfrontiert, während bei der Variante der Aktienumwandlung noch die Chance einer Kurserholung und somit zukünftiger Gewinne besteht.

Schließlich kann die Entscheidung über die Aktivierung eines Triggers auch über den Regulator erfolgen. Bei einem solchen diskretionären Entscheidungsverfahren setzen die verantwortlichen Aufsichtsbehörden den Wandlungsprozess in Gang, wenn sie zu der Auffassung gelangen, dass sich eine Bank in einer Schieflage befindet und ihren Verpflichtungen möglicherweise nicht mehr nachkommen kann. Eine solche Entscheidung könnte beispielsweise als Ergebnis eines negativen Stresstests erfolgen. Auch ein solches Verfahren ist für den Investor naturgemäß mit Unsicherheiten verbunden.

Coco-Fonds als Einstieg in den Markt

Den mit CoCo-Bonds verbundenen Investmentchancen stehen die erhöhte Komplexität dieses hybriden Anlageinstruments sowie die Herausforderung eines jungen Marktsegments gegenüber, das in der Entwicklung begriffen und somit für Investoren an der einen oder anderen Stelle noch mit Fragezeichen versehen ist. Fondslösungen, die das Management von CoCo-Investments auf ein Team von Experten übertragen und die Möglichkeit zu einem diversifizierten Ansatz bieten, können hier eine Lösung sein. Die sachgerechte Umsetzung der zahlreichen anspruchsvollen Aufgaben bei der Investition in Contingent Convertibles würde auf Seiten der Investoren in den meisten Fällen jedenfalls den Aufbau eines professionellen Know-hows mit entsprechendem Aufwand bedeuten.

Die Auswahl geeigneter CoCo-Anleihen erfordert zunächst eine Bonitätsbewertung des Emittenten und eine genaue Analyse der Kapitalstruktur. Je nach Sitz des Emittenten ist darüber hinaus das regulatorische Umfeld zu berücksichtigen, das von Land zu Land unterschiedlich sein und somit spezifische Auswirkungen auf ein CoCo-Investment haben kann. Besondere Aufmerksamkeit erfordert die Beobachtung des Abstandes zur Kapitalpuffer-Grenze (Capital Buffer Requirement), um einen Kuponausfall zu vermeiden, sowie die Beobachtung des Abstandes zum Trigger Level, um den Eintritt eines Trigger Ereignisses vermeiden zu können. Das Schlüsselement bei einem Investment in CoCo-Bonds liegt jedoch in der Titelselektion. Banken, die es nicht schaffen, nachhaltig und dauerhaft profitabel zu arbeiten, sollten von vornherein gemieden werden, um gar nicht erst in die Gefahr eines Trigger Events zu kommen.