

**SONDERBEILAGE: ASSET MANAGEMENT**

## Contingent Convertible Bonds auf Wachstumskurs

Derzeit noch kleiner Markt, aber das Investoreninteresse nimmt zu –  
Coco-Fonds als Einstieg geeignet

**Börsen-Zeitung, 31.5.2014**  
In Zeiten niedriger Zinsen rücken Contingent-Convertible-Anleihen (Cocos) in den Fokus institutioneller Rentenanleger. Noch ist der Markt für AT1 (Additional-Tier-1)-Anleihen relativ klein, er dürfte sich aber aufgrund der neuen Eigenkapitalanforderungen nach Basel III bis 2019 zu einem Segment mit einem Volumen von ca. 150 Mrd. Euro entwickeln.

Coco-Anleihen verfolgen das Ziel, die Gläubiger nachrangiger Anleihen 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. Cocos erreichen die veränderte Gläubigerhaftung, indem sie unter vorher festgelegten Bedingungen automatisch in das harte Eigenkapital der emittierenden Bank übergehen und somit helfen, 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 nicht der Investor, sondern der Emittent sowie der Regulator, ob und wann die Wandlung stattfindet.

Der Markt für Contingent Convertibles ist gegenwärtig noch klein. Laut Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) beläuft sich das Volumen der seit 2009 weltweit von Banken ausgegebenen Coco-Bonds auf 50,4 Mrd. Euro. Ein Großteil davon entfällt nach einer Untersuchung der Bank of America Merrill Lynch mit rund 38 Mrd. Euro auf den europäischen Markt. Hier hat sich das Volumen seit Januar 2011 mehr als verdoppelt. Experten gehen davon aus, dass dieses Wachstum aus zwei Gründen anhalten wird.

Zum einen dürfte die im Prozess befindliche verbindliche Ausgestaltung der Basel-III-Regelungen durch die European Banking Authority (EBA) künftig mehr Klarheit 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 aus dem Weg zu räumen. Auch in Deutschland ist mittlerweile eine Ausführungsbestimmung durch das Bundesfinanzministerium in Vorbereitung.

### Änderungen zu erwarten

Die Nachfrage nach Contingent-Convertible-Anleihen kam 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 bald ändern. Der Grund hierfür liegt darin, 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 8 %, 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 %.

### Keine Muss-Bestimmung

Allererstes Risiko, noch vor Eintritt eines sogenannten „Trigger-Ereignisses“ und der damit verbundenen Wandlung in hartes Eigenkapital, ist die Ausfallgefahr der Kuponzahlung bei Verletzung sogenannter Kapitalpuffer-Grenzen (gültig ab 2016). Die jährliche Kuponzahlung

ist bei Coco-Anleihen voll diskretionär, das heißt 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.

### Trigger-Höhe entscheidet

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 Kapitalpuffer-Anforderungen (Capital Buffer Requirement) verletzt werden. Die Kapitalpuffer-Anforderungen sind je nach Größe einer Bank unterschiedlich und müssen mit ca. 2,5 % bis 6 % im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva mit Aktienkapital aufgefüllt werden. Somit ist die Existenz eines ausreichenden Eigenkapitalpuffers von ca. 2 bis 3 % noch über den vorgeschriebenen Puffer-Anforderungen von großer Bedeutung. Das Beobachten des Abstandes zur Kapitalpuffer-Grenze ist damit wichtiger Bestandteil eines Risikomanagements bei Coco-Anleihen.

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 Bankkapitalinstrumenten. Coco-Trigger beziehen sich auf die risikogewichteten Aktiva und rangieren zwischen 5 % und 8,25 % 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 Kernkapitalschwelle von 7% ist dies eventuell noch zutreffend, bei einem 5,125-%-Trigger dürfte jedoch mit hoher Wahrscheinlichkeit bereits vorher der „point of non-viability“, also der Zeitpunkt der Nichtüberlebensfähigkeit einer Bank, erreicht sein und eine Abwicklung oder Restrukturierung anstelle einer Weiterführung mit gleichem Bank-Management erfolgen.

Contingent-Convertible-Instrumente können Verluste auf zwei Arten absorbieren. Die Anleihen können abgeschrieben oder in Aktien gewandelt werden, normalerweise zu einem vorher definierten Kursniveau. Aus Sicht der Verwertungsrate sind Anleihen, die in Aktien wandeln, offensichtlich werthaltiger 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 Umwandlung in hartes Kernkapital 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 Schiefelage befindet und ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Eine solche Entscheidung könnte beispielsweise als Ergebnis eines negativen Stresstests erfolgen.

Den mit Coco-Bonds verbundenen Chancen stehen die erhöhte Komplexität dieses hybriden Anlageinstruments sowie die Herausforderung eines jungen Marktsegments gegenüber, das in der Entwicklung begriffen 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 Auswahl geeigneter Coco-Anleihen erfordert zunächst eine Bonitätsbe-

wertung 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, um einen Kuponausfall zu vermeiden, sowie die Beobachtung des Abstandes zum Trigger-Level, um den Eintritt eines Trigger-Ereignisses vermeiden zu können. Der Schlüsselfaktor liegt jedoch in der Titelselektion. Banken, die es nicht schaffen, nachhaltig und dauerhaft profitabel zu arbeiten, sollten gemieden werden, um gar nicht erst in die Gefahr eines Trigger-Events zu kommen.

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