

## Contingent Convertible Bonds: Konzeption, Regulierung, Nutzen

*Die Stärkung der Eigenkapitalbasis von Banken war eine der zentralen Zielsetzungen von Regulierungs- und Aufsichtsbehörden nach der Finanzkrise 2007/2008. Contingent Convertible Bonds (CoCo-Bonds oder CoCos) wurden als ein mögliches Instrument zur Erreichung dieses Ziels diskutiert. CoCos sind bedingte Pflichtwandelanleihen, die bei Eintreten vertraglich spezifizierter Auslöseereignisse entweder in hartes Kernkapital gewandelt oder abgeschrieben werden. Sie sind gemäß der Basel III-Regelungen unter bestimmten Bedingungen als regulatorisches Eigenkapital anerkannt. Neben der angestrebten Erhöhung der Verlustabsorptionsfähigkeit von Banken unter regulären Geschäftsbedingungen hatten Investoren und Regulierungsbehörden auch die Erwartung, dass dieses Instrument geeignete Anreize zur besseren Risikosteuerung und -überwachung setzt. Auf diese Weise sollte die Widerstandsfähigkeit von Banken erhöht werden. Schließlich sollte der Hybridcharakter von CoCo-Bonds durch die Kombination von Eigen- und Fremdkapitaleigenschaften zu einem Kostenvorteil gegenüber hartem Kernkapital führen.*

*Eine kritische Auseinandersetzung mit CoCo-Bonds sowohl auf konzeptioneller Ebene als auch im Hinblick auf die derzeitige Anwendungspraxis verdeutlicht jedoch, dass die hohe Komplexität des Instruments die zielgerechte Steuerung der Wirkungs- und Anreizmechanismen erschwert und die Gefahr unerwünschter Nebenwirkungen erhöht. Aus Sicht der Bankenregulierung bestehen vor dem Hintergrund der aktuell zu beobachtenden Ausgestaltung von CoCos zudem Zweifel an ihrer Effektivität als Verlustabsorptionsinstrument für Banken im regulären Geschäftsbetrieb. Es stellt sich folglich die Frage, ob kurzfristig zumindest eine Verschärfung der Anforderungen für die Anerkennungsfähigkeit von CoCo-Bonds als regulatorisches Eigenkapital angezeigt ist. Langfristig erscheint jedoch eine stärkere Fokussierung auf hartes Kernkapital der zielführendere Ansatz zur Stärkung der Stabilität von Banken zu sein.*

## ■ Einleitung

*Zusätzliches  
hybrides Kapital-  
instrument*

Als Reaktion auf die Finanzkrise 2007/2008 schlug die sogenannte Squam-Lake-Gruppe, ein Zusammenschluss anglo-amerikanischer Ökonomen, im Jahr 2009 Contingent Convertible Bonds als ein mögliches Instrument zur Stärkung der Kapitalbasis von Banken vor.<sup>1)</sup> Als hybride Finanzierungsform verknüpfen diese Wertpapiere die üblichen Eigenschaften der Fremdkapitalfinanzierung<sup>2)</sup> mit der Verlustabsorptionsfähigkeit von Eigenkapital. Der Einsatz solcher Instrumente soll außerdem dazu beitragen, Anreize zur verbesserten Risikosteuerung und -überwachung zu setzen und insgesamt die Stabilität von Banken zu stärken.

*Charakteri-  
sierung*

CoCo-Bonds sind nachrangige Anleihen mit Kuponzahlung, die bei Eintreten zuvor vertraglich spezifizierter Auslöseereignisse (sog. „Trigger“) entweder in hartes Kernkapital (Common Equity Tier 1: CET 1) umgewandelt oder abgeschrieben werden.<sup>3)</sup> Auf diese Weise können sie, im Gegensatz zu reinem Fremdkapital, zu einer quantitativen Steigerung des regulatorischen Eigenkapitals von Banken beitragen. Nach erfolgter Abschreibung oder Wandlung in hartes Kernkapital wird deren Kapitalbasis sogar qualitativ gestärkt. CoCo-Bonds unterscheiden sich insofern von traditionellen Wandelanleihen, als die Wandlung nicht vom Anleiheinhaber ausgelöst werden kann, sondern bei Erfüllung vertraglich festgelegter Bedingungen automatisch und unmittelbar, das heißt ohne zeitlichen Verzug, erfolgen muss. Entsprechend werden sie auch als „bedingte Pflichtwandelanleihen“ bezeichnet.

*Markt-  
entwicklung*

In den letzten Jahren haben CoCo-Bonds in der Praxis an Bedeutung gewonnen. Nach der ersten Emission durch die britische Lloyd's Banking Group im November 2009 wurden CoCo-Bonds zunächst vorwiegend im europäischen Raum begeben. Aufgrund ihrer impliziten Berücksichtigung in den Basel III-Regelungen zum regulatorischen Eigenkapital gab es zuletzt auch immer mehr außereuropäische, insbesondere asiatische, Emissionen.<sup>4)</sup> Laut den Branchendiensten

Bloomberg und Dealogic wurden bis Ende 2017 allein in Europa 398 CoCo-Bonds (davon EU: 285) mit einem Gesamtvolumen von 230 Mrd € (davon EU: 193 Mrd €) emittiert.<sup>5)</sup> Diese Zahlen sind maßgeblich auf die Emissionen britischer, aber auch schweizerischer, französischer und spanischer Banken zurückzuführen. In Deutschland wurden im gleichen Zeitraum nur 17 Emissionen mit einem Volumen von 6,2 Mrd € registriert (siehe Schaubild auf S. 55). Eine mögliche Erklärung für das vergleichsweise geringe Emissionsvolumen in Deutschland stellt die zurückliegende Diskussion zur steuerlichen Abzugsfähigkeit der Kuponzahlungen von CoCo-Bonds dar, die erst im Jahr 2014 zugelassen wurde.<sup>6)</sup> Hinsichtlich der Halterstruktur sind bislang nur wenige Detaildaten verfügbar. Diesen zufolge werden europäische CoCo-Bonds aktuell zu meist von Investoren außerhalb des Euroraums gehalten, gefolgt von Investmentfonds, die

1 Vgl.: Squam Lake Working Group on Financial Regulation (2009), An expedited resolution mechanism for distressed financial firms: Regulatory hybrid securities, Council on Foreign Relations, April. Zur ursprünglichen Idee von CoCo-Bonds siehe auch: M.J. Flannery (2005), No pain, no gain? Effecting market discipline via reverse convertible debentures, in: H.S. Scott, Capital adequacy beyond Basel: Banking, securities, and insurance, Oxford University Press, S. 171–196.

2 Insbesondere sind zu nennen: Eine feste Verzinsung, ggf. steuerliche Abzugsfähigkeit von Kuponzahlungen, eine breitere Zustimmung der Alteigentümer zur Emission in guten Zeiten und, bei entsprechender Ausgestaltung, möglicherweise geringere Kapitalkosten sowie eine aufgrund der mit der Emission von Eigenkapital verbundenen Signaleffekte möglicherweise einfachere Emission von Fremdkapital (vgl. Abschnitt „Bankindividuelle Auswirkungen der Ausgestaltung“, S. 58 ff.).

3 Abschreibung bezeichnet hier das Erlöschen der Verbindlichkeiten des Emittenten aus dem CoCo-Bond. Dies führt zu gewinnwirksamen Erträgen, die das Eigenkapital des Emittenten erhöhen.

4 Im Rahmen von Basel III sind CoCo-Bonds seit 2013 als regulatorisches Kapital anrechnungsfähig. In der EU wurde die Anrechnungsfähigkeit mit der Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation: CRR) Anfang 2014 eingeführt.

5 Anleihen, für die keine Informationen zum Verlustabsorptionsmechanismus (Wandlung oder Abschreibung) vorliegen, wurden nicht berücksichtigt. Basierend auf weltweiten Daten per 2015 beziffert eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich das Gesamtemissionsvolumen an CoCo-Bonds auf 522 Mrd € aus 731 Emissionen. 39% hiervon entfielen auf europäische Banken. Vgl.: S. Avdjiev, B. Bogdanova, P. Bolton, W. Jiang und A. Kartasheva (2017), CoCo issuance and bank fragility, BIS Working Papers No. 678.

6 Vgl.: Bundesministerium der Finanzen, Steuerliche Behandlung von Instrumenten des zusätzlichen Kernkapitals nach Art. 51 ff. CRR vom 10. April 2014.

hauptsächlich in Irland oder Luxemburg ansässig sind. Banken und Versicherungen treten dagegen kaum direkt als Halter von CoCo-Bonds in Erscheinung, könnten jedoch zum Beispiel über ausländische Zentralverwahrer indirekt investiert sein.<sup>7)</sup>

*Kritische Betrachtung und Überprüfung der regulatorischen Behandlung*

Trotz des bislang geringen Anteils der CoCo-Bonds am regulatorischen Eigenkapital europäischer Institute ist vor dem Hintergrund der aktuellen Marktsituation und der regulatorischen Berücksichtigung eine kritische Betrachtung sinnvoll.<sup>8)</sup> Anzeichen für unerwünschte Nebenwirkungen der derzeitigen Emissionspraxis, die zu den Markturbulzen Anfang 2016 geführt haben könnten, werfen die Frage auf, inwiefern die von Banken, Investoren und Regulierern an CoCo-Bonds gestellten Erwartungen bisher erfüllt werden. In diesem Kontext ist insbesondere zu erörtern, welche Rolle die regulatorische Berücksichtigung von CoCo-Bonds relativ zu CET 1-Kapital für die Emissionspraxis hat und ob diese regulatorische Behandlung angepasst werden sollte.

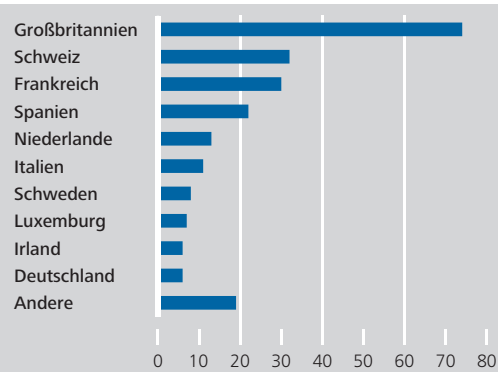
## Zielsetzung, Ausgestaltung und regulatorische Einordnung

*Generelle Erwartungen an CoCo-Bonds*

Nach Auffassung der einschlägigen Literatur können Banken mit der Begebung von CoCo-Bonds zusätzlich zum vorhandenen harten Kernkapital ein weiteres Verlustabsorptionsinstrument nutzen. Insbesondere wären sie damit schon vor Eintritt einer Krise in der Lage, ihre Verlustabsorptionsfähigkeit bei einem niedrigen Marktpreis für Risikoübernahme zu erhöhen, ohne von vornherein die Kontrollrechte der Eigentümer zu verwässern. Dabei soll die Nutzung des Instruments aufgrund eines unterstellten Kostenvorteils gegenüber hartem Kernkapital<sup>9)</sup> dazu beitragen, dass Banken ihre Aktivitäten, insbesondere die Kreditvergabe, nicht einschränken müssen.<sup>10)</sup> Außerdem soll die Wandlung von CoCo-Bonds im Bedarfsfall zusätzliches hartes Kernkapital zur Verfügung stellen. So kann beispielsweise einer andernfalls

### Gesamtemissionsvolumen von CoCo-Bonds europäischer Banken von 2009 bis 2017

Mrd €



Quellen: Bloomberg und Dealogic.

Deutsche Bundesbank

notwendigen Bilanzverkürzung innerhalb eines kurzen Zeitraums (Deleveraging) entgegengewirkt werden.<sup>11)</sup> Darüber hinaus ist mit der Nutzung von CoCo-Bonds die Intention verbunden, dem Bankmanagement über eine gezielte vertragliche Strukturierung Anreize für eine intensivere Risikosteuerung und -überwachung zu setzen. Dadurch sollen die Risiken einzelner Banken, in der Konsequenz aber auch des Bankensystems insgesamt reduziert werden. Dies könnte die Notwendigkeit staatlicher Rettungs-

<sup>7</sup> Vgl.: M. A. Boermans und S. van Wijnbergen (2018), Contingent convertible bonds: Who invests in European CoCos?, Applied Economics Letters 25 (4), S. 234–238.

<sup>8</sup> Z. B. stellen CoCo-Bonds rd. 10% des Gesamtkapitals britischer Banken, jedoch weniger als 2% des Gesamtkapitals deutscher Banken dar.

<sup>9</sup> Zu den geringeren Kosten kann u. a. die mögliche steuerliche Abzugsfähigkeit der Kuponzahlung beitragen. Dies hängt jedoch auch von der Ausgestaltung des jeweiligen nationalen Steuerrechts ab.

<sup>10</sup> In der Literatur besteht kein Konsens darüber, wie sich die Ausstattung mit Eigenkapital auf die Kreditvergabe auswirkt. Studien zeigen aber, dass unabhängig von einem eventuellen Kostenvorteil bestimmter Kapitalinstrumente gegenüber anderen bereits eine gestärkte Eigenkapitalbasis positive Effekte auf die Kreditvergabe von Banken haben kann, vgl.: C. M. Buch und E. Prieto (2014), Do better capitalized banks lend less? Long-run panel evidence from Germany, International Finance, 17 (1), S. 1–23.

<sup>11</sup> Vgl.: A. R. Admati, P. M. DeMarzo, M. F. Hellwig und P. Pfleiderer (2013), Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not socially expensive, Rock Center for Corporate Governance Working Paper Series No. 161.

maßnahmen reduzieren und die Realwirtschaft stabilisieren.<sup>12)</sup>

*Ausgestaltung von CoCo-Bonds*

Ob CoCo-Bonds die oben genannten Erwartungen erfüllen, hängt maßgeblich von ihrer Ausgestaltung ab. Neben der Art des Auslöseereignisses und dessen Schwellenwerts sind die Form der Verlustabsorption sowie das Volumen emittierter CoCo-Bonds entscheidend.

*Auslöseereignis*

Hinsichtlich der Auslöseereignisse wird in der wissenschaftlichen Literatur zwischen mechanischen und diskretionären unterschieden. Bei mechanischen Auslöseereignissen wird die Wandlung oder Abschreibung bei Erreichen eines entweder marktbasierten oder auf Basis von bilanziellen oder regulatorischen Kennziffern definierten Schwellenwerts automatisch ausgelöst. Marktbasierte Schwellenwerte lassen sich beispielsweise von Aktienkursen, Industrieindizes oder makroökonomischen Parametern ableiten, während zum Beispiel Eigenkapitalquoten und -renditen als regulatorische oder bilanzielle Schwellenwerte in Betracht kommen. Die Kalibrierung des Schwellenwerts entscheidet über den Zeitpunkt der Auslösung. Diskretionäre Auslöseereignisse beziehen sich hingegen auf Bewertungen und Entscheidungen durch Dritte wie Aufsichts- oder Abwicklungsbehörden.

*Verlustabsorptionsmechanismus*

Ein weiteres wesentliches Merkmal von CoCo-Bonds stellt der Verlustabsorptionsmechanismus dar. Er legt fest, ob bei Eintritt des Auslöseereignisses eine Wandlung oder Abschreibung erfolgt und wie diese ausgestaltet ist. Sofern eine Wandlung in hartes Kernkapital vorgesehen ist, bestimmt das Wandlungsverhältnis<sup>13)</sup> die sogenannte Verwässerung der Ansprüche der ursprünglichen Eigenkapitalgeber. Die Verwässerung bezeichnet die Verschiebung sowohl der Kontrollrechte als auch der Gewinn- und Verlustverteilung. Sie kann die ursprünglichen Eigentümer je nach Wandlungsverhältnis unterschiedlich stark belasten. Eine starke Verwässerung verteilt künftige Gewinn- und Verlustansprüche in erheblichem Maße an die (ehemaligen) CoCo-Bond-Halter um. Eine geringe Verwässerung be-

lässt diese Ansprüche primär bei den ursprünglichen Eigentümern. Im Rahmen einer CoCo-Bond-Emission kann das Wandlungsverhältnis als fix (Festlegung bei Anleiheemission) oder variabel (marktpreisabhängige Festlegung zum Wandlungszeitpunkt) definiert werden.<sup>14)</sup> Eine erfolgte Wandlung kann nicht rückgängig gemacht werden. Dagegen sind nach vorgenommenen Abschreibungen grundsätzlich Zuschreibungen möglich, nachdem eine Bank ihre Krise überwunden hat. Bei einer Abschreibung erleidet der CoCo-Bond-Halter unmittelbar Verluste, erhält aber, anders als bei Wandlung, keine Eigenkapitaltitel. In jedem dieser Fälle ist festzulegen, ob eine Wandlung oder Abschreibung vollständig oder partiell erfolgen soll und welche Abstufungen im Fall einer partiellen Wandlung oder Abschreibung vorgesehen sind.

Neben Auslöseereignis und Absorptionsmechanismus ist außerdem eine Reihe zusätzlicher Eigenschaften vertraglich festzulegen. Diese umfassen insbesondere Laufzeit, Emissionsvolumen, eventuelle Kündigungsrechte seitens der Emittenten sowie die Höhe des Kupons und eine etwaige Möglichkeit, die Kuponzahlung auszusetzen oder zurückzustellen.

Die vertragliche Gestaltung von CoCo-Bonds obliegt dem Emittenten und unterliegt keinen besonderen regulatorischen Anforderungen. Allerdings setzt die Möglichkeit einer Anrechnung als zusätzliches Kernkapital (Additional Tier 1: AT 1) oder Ergänzungskapital (Tier 2: T2) Anreize für Banken, CoCo-Bonds mit regulatorisch privilegierten Eigenschaften zu emittieren. Auf diese Weise kann auch die Bankenregulierung Einfluss auf den Markt nehmen und so dazu beitragen, dass die zuvor genannten generellen Erwartungen an CoCo-Bonds erfüllt werden.

*Weitere Merkmale*

*Regulatorische Behandlung*

<sup>12</sup> Vgl.: R. W. Greene (2016), Understanding CoCos: What operational concerns and global trends mean for U.S. policymakers, M-RCBG Associate Working Paper No. 62, Harvard University; C. Pazarbasioglu, J. Zhou, V. Le Leslé und M. Moore (2011), Contingent capital: Economic rationale and design features, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/01.  
<sup>13</sup> Das Wandlungsverhältnis drückt aus, wie viele Eigenkapitalanteile ein CoCo-Bond-Halter für seinen Bond erhält.  
<sup>14</sup> Bei einem variablen Wandlungsverhältnis kann zusätzlich eine Unter- und/oder Obergrenze festgelegt werden.

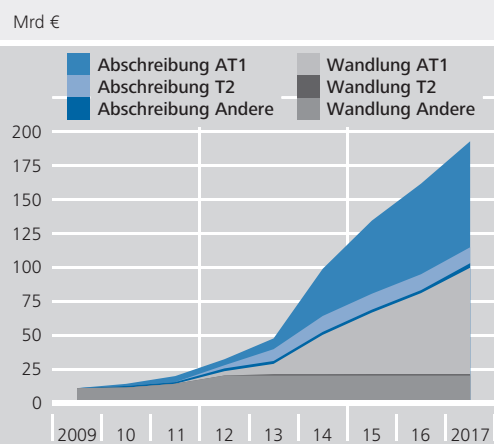
*Voraussetzungen für die Anrechenbarkeit als AT1-Kapital*

Aus regulatorischer Sicht müssen CoCo-Bonds dem emittierenden Institut dauerhaft zur Verlustdeckung zur Verfügung stehen, um gemäß Artikel 52 (1) CRR in der EU schon vor ihrer Wandlung als AT 1-Kapital anerkannt werden zu können. Auf diese Weise sollen sie als sogenannte „Going Concern“-Instrumente primär die Fähigkeit zur Geschäftsfortführung sicherstellen. Konkret ist es dazu unter anderem erforderlich, dass CoCos im Fall einer Insolvenz nachrangig gegenüber Instrumenten des T2-Kapitals sind. Außerdem müssen sie zeitlich unbefristet sein, und in den Vertragsbedingungen ist ein Schwellenwert bezüglich der CET 1-Quote des emittierenden Instituts von mindestens 5,125%<sup>15)</sup> festzulegen. Eine Wandlung oder Abschreibung des CoCo-Bonds muss also spätestens bei Unterschreitung dieser CET 1-Quote erfolgen. Darüber hinaus müssen Kuponzahlungen einseitig vom Emittenten unbefristet und auf nicht kumulierter Basis, das heißt ersatzlos, ausgesetzt werden können.<sup>16)</sup> Rund 80% der in der EU insgesamt emittierten CoCo-Bonds sind gemäß aktueller Definition als regulatorisches AT 1-Kapital anerkennungsfähig. Die übrigen Emissionen beinhalten andere CoCo-Bonds mit vertraglich festgelegten Auslöseereignissen, die gegebenenfalls als Ergänzungskapital (T2) anerkannt werden können (siehe oben stehendes Schaubild).

*Voraussetzungen für die Anrechenbarkeit als T2-Kapital*

Sofern CoCo-Bonds die Anforderungen des Artikel 52 (1) CRR nicht erfüllen, können sie unter den Voraussetzungen des Artikel 63 CRR dem Ergänzungskapital zugerechnet werden. Im Gegensatz zur AT 1-Fähigkeit bedarf es hierfür keines mechanischen Auslöseereignisses. Außerdem dürfen T2-Instrumente eine begrenzte Laufzeit aufweisen, die jedoch mindestens fünf Jahre betragen muss. Es ist allerdings zu beobachten, dass Instrumente, die aufgrund einer begrenzten Laufzeit dem T2-Kapital zugerechnet werden, mit einem mechanischen Auslöseereignis ausgestattet sind, das noch vor dem von AT 1-fähigen CoCo-Bonds eintreten könnte. CoCo-Bonds im T2-Kapital spielen allerdings in der Praxis und daher auch im Folgenden eine eher untergeordnete Rolle.

**Zusammensetzung des Emissionsvolumens von EU-CoCo-Bonds**



Quellen: Bloomberg und Dealogic.  
 Deutsche Bundesbank

Unabhängig vom vertraglich festgelegten Auslöseereignis ist für alle AT 1- und T2-Instrumente eine Wandlung oder Abschreibung von der Abwicklungsbehörde anzuordnen, sofern der sogenannte Point of Non-Viability (PONV) festgestellt wurde. Er beschreibt den Zeitpunkt, ab dem ein Institut ohne eine (erzwungene) Wandlung oder Abschreibung aller relevanten Kapitalinstrumente nicht mehr existenzfähig ist.<sup>17)</sup> Dies gilt unabhängig von der konkreten Ausgestaltung der jeweiligen Instrumente.

*Außerordentliches regulatorisches Eingriffsrecht*

**15** Vgl. Art. 54 CRR. Dieser Wert stellt die Mindestanforderung an das harte Kernkapital zzgl. des untersten Quartils des Kapitalerhaltungspuffers dar (4,5% Mindestanforderung plus 0,625% Kapitalerhaltungspuffer, jeweils bezogen auf den Gesamtrisikobetrag), bei dessen Unterschreiten die volle Ausschüttungssperre für das Institut gilt.

**16** Zudem unterliegen CoCo-Bonds gem. Art. 437 CRR auch der besonderen Transparenzpflicht für Eigenmittel im Rahmen der Säule III-Berichterstattung. Die Emissionen des zusätzlichen Kernkapitals werden regelmäßig von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) überprüft, vgl.: EBA (2016), EBA report: On the monitoring of Additional Tier 1 (AT 1) instruments of European Union (EU) institutions – Second update: FINAL. Ferner hat die EBA Standardklauseln für AT 1-Emissionen erarbeitet. Diese Klauseln sollen insbesondere kleineren Instituten den Zugang zu hybriden Instrumenten des Eigenkapitals erleichtern und zusätzlich Transparenz schaffen. Vgl.: EBA, EBA standardised templates for Additional Tier 1 (AT 1) instruments – Final, EBA report, 10. Oktober 2016.

**17** Vgl.: Erwägungsgrund (81) BRRD, Art. 59 BRRD bzw. § 89 SAG. Damit sind fast alle in der Praxis emittierten, europäischen CoCo-Bonds betroffen (siehe oben stehendes Schaubild).



CoCos im  
Abwicklungsfall

Letztlich tragen CoCo-Bonds, sofern sie nicht bereits ausgelöst wurden, im Rahmen einer Abwicklung („Gone Concern“) durch Abschreibung oder Wandlung zur Verlustabsorption durch die CoCo-Bond-Halter und so gegebenenfalls zu einer Besserstellung aller vorrangigen Gläubiger bei. CoCo-Bonds können dementsprechend – bei Erfüllung der einschlägigen Kriterien – auch im Rahmen von MREL (Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities) beziehungsweise TLAC (Total Loss Absorbing Capacity) anerkannt werden.<sup>18)</sup> Im Vergleich zu anderen MREL- beziehungsweise TLAC-fähigen Instrumenten bieten sie im Abwicklungsfall allerdings keine zusätzlichen Vorteile.<sup>19)</sup>

## Bankindividuelle Auswirkungen der Ausgestaltung

Die vielfältigen Gestaltungsmöglichkeiten von CoCo-Bonds implizieren ein komplexes Wirkungs- und Anreizsystem, was die Gefahr unerwünschter Nebenwirkungen birgt. Ihr effektiver Einsatz erfordert daher eine umsichtige Wahl und Ausgestaltung des Auslöseereignisses sowie des Absorptionsmechanismus. Ihre Komplexität erschwert zudem die Bildung eines liquiden Marktes, da Investoren die exakte Ausgestaltung im Einzelfall beachten müssen.

Auslöseereignis

Bei der Festlegung des Auslöseereignisses trifft der Emittent unter anderem folgende Entscheidungen: Werden marktbasierende oder rechnungslegungs-basierte beziehungsweise regulatorische Kenngrößen zugrunde gelegt? Inwieweit erfolgt die Auslösung des CoCos mechanisch oder unter Mitwirkung der zuständigen Aufsichtsbehörde? Darüber hinaus kann zusätzlich erwogen werden, ob mehrere Auslöseereignisse festgelegt werden, die entweder simultan erfüllt sein müssen oder unabhängig voneinander zu einer Auslösung führen.

Im Hinblick auf rechnungslegungs-basierte beziehungsweise regulatorische Kenngrößen ist zu beachten, dass diese aus zwei Gründen unprä-

zise sein können. Einerseits könnte die Nutzung von Bewertungsspielräumen eine Auslösung verzögern. Andererseits beziehen sich diese Kenngrößen üblicherweise auf Daten, die nur zu bestimmten Stichtagen öffentlich verfügbar sind. Eine Wandlung oder Abschreibung des Instruments muss jedoch unmittelbar und damit womöglich zwischen den Stichtagen erfolgen.<sup>20)</sup> Es ist allerdings fraglich, ob alle Emittenten die entsprechenden Auslöseereignisse ausreichend kurzfristig überwachen können. Eine zeitnahe Verlustabsorption ist so nicht immer gewährleistet.<sup>21)</sup> Marktbasierende Kenngrößen sind hingegen prinzipiell transparenter, sodass eine zeitnahe Auslösung eher gewährleistet ist. Bestimmte marktbasierende Kenngrößen, wie zum Beispiel Aktienkurse, stehen allerdings nicht für alle Banken zur Verfügung. In Europa sind beispielsweise nur etwa ein Drittel der von der Europäischen Zentralbank (EZB) direkt überwachten Banken börsennotiert.<sup>22)</sup> Zudem können marktbasierende Auslöseereignisse durch Marktbewegungen hervorgerufen werden, die nicht Veränderungen der Fundamentalwerte widerspiegeln, sondern beispielsweise der Marktliquidität folgen. Ferner sind auch spekulative Attacken denkbar, um das Auslöseereignis herbeizuführen.<sup>23)</sup> Generell genügt bereits ein kurzzeitiges Erreichen des vertraglichen Schwellenwerts, um eine Wandlung oder Abschreibung auszulösen. Dies kann insbesondere in Phasen mit starken Marktschwankungen auf-

Rechnungslegungs-basierte bzw. regulatorische und markt-basierte Kenngrößen

18 Siehe dazu: Deutsche Bundesbank, Abwicklung und Restrukturierung von Banken – Die neuen Mindestanforderungen TLAC und MREL, Monatsbericht, Juli 2016, S. 65 ff.

19 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der institutionelle Rahmen der Bankenabwicklung in der EU, Finanzstabilitätsbericht 2017, S. 34 ff.

20 Dies ist bspw. der Fall, wenn das Auslöseereignis an die CET 1-Quote geknüpft ist, die in der Regel nur vierteljährlich öffentlich verfügbar ist.

21 Vgl.: C. W. Calomiris und R. J. Herring (2013), How to design a contingent convertible debt requirement that helps solve our too-big-to-fail problem, *Journal of Applied Corporate Finance* 25 (2), S. 66–89.

22 Vgl.: T. Berg und C. Kaserer (2015), Does contingent capital induce excessive risk-taking?, *Journal of Financial Intermediation* 24, S. 356–385.

23 Von spekulativen Attacken könnten sowohl die Halter von CoCo-Bonds mit starker Verwässerung als auch Leerverkäufer von Eigenkapitaltiteln insbesondere dann profitieren, wenn eine Annäherung an einen marktorientierten Schwellenwert (z. B. einen Aktienkurs) stattfindet. Dies ist bei rechnungslegungs-basierten Kenngrößen nicht möglich.

treten. Aus Sicht der Bankenregulierung erscheint nach Abwägung der Vor- und Nachteile eine rechnungslegungs-basierte Kenngröße als praktikabler. In der EU geben die einschlägigen Regelungen eine Koppelung an die CET 1-Quote als Anforderung für eine AT 1-Kapital-Anrechenbarkeit von CoCo-Bonds vor.

nisse (z. B. zur ergänzenden Berücksichtigung systemischer Komponenten), die simultan eintreten müssen, sind derzeit ebenfalls nicht zu beobachten. Dies reflektiert prinzipiell die aufsichtlichen Anforderungen zur Anerkennung von CoCos als AT 1-Kapital in der EU.

*Diskretionäre und mechanische Auslöseereignisse*

Mechanische Auslöseereignisse sind besonders transparent und einfach zu handhaben, da ihr Eintritt durch Emittenten oder CoCo-Bond-Halter beobachtet werden kann und nicht einer Entscheidung Dritter bedarf. Die Berücksichtigung weiterer, über das konkrete Auslöseereignis hinausgehender Informationen ist bei alleiniger Nutzung eines einzigen mechanischen Auslöseereignisses allerdings nicht möglich. Dagegen erlauben diskretionäre Auslöseereignisse grundsätzlich die Nutzung umfangreicher und komplexer Informationen, bergen jedoch die Gefahr, dass die zur Auslösung notwendige Entscheidung zu früh oder zu spät erfolgt. Die Auslösung durch die Aufsicht kann von Marktteilnehmern auch als negatives Signal gewertet werden und negative Externalitäten verursachen. Darüber hinaus können auch Kombinationen verschiedener Auslöseereignisse erwogen werden. Zum Beispiel wäre es denkbar, simultan ein mechanisches Auslöseereignis, das sich primär auf bankspezifische Aspekte bezieht, mit einem diskretionären Auslöseereignis, das den Zustand des gesamten Bankensystems berücksichtigt, zu kombinieren.<sup>24)</sup>

*Derzeitige Ausgestaltung des Auslöseereignisses in der EU*

In der EU wurden bislang vornehmlich CoCo-Bonds mit einem einzigen mechanischen Auslöseereignis emittiert. Dabei wurde durchgängig eine CET 1-Eigenkapitalquote als bankspezifischer, regulatorischer Schwellenwert zugrunde gelegt, dessen Unterschreiten automatisch eine Wandlung oder Abschreibung auslöst.<sup>25)</sup> In der EU gilt darüber hinaus bei Anrechnungsfähigkeit von CoCo-Bonds als AT 1- oder T2-Instrument generell ein regulatorisches Eingriffsrecht, das bei Feststellung des PONV die Wandlung oder Abschreibung erzwingt. Markt-basierte Kenngrößen spielen für Emissionen in der EU keine Rolle. Kombinierte Auslöseereig-

Neben dem Auslöseereignis ist auch der Schwellenwert, der eine Wandlung oder Abschreibung auslöst, für die Wirkung eines CoCo-Bonds entscheidend. Um effektiv zur Verlustdeckung zur Verfügung zu stehen und damit eine Geschäftsfortführung („Going Concern“) zu gewährleisten, ist der Schwellenwert so festzulegen, dass er eine rechtzeitige Auslösung sicherstellt.<sup>26)</sup> Dies ist der Fall, wenn die positiven Effekte der Verlustdeckung mögliche Nebenwirkungen wie etwa unerwünschte Signaleffekte mindestens kompensieren. Ein Schwellenwert, der sehr früh eine Wandlung oder Abschreibung herbeiführt, kann besonders früh ein negatives Signal senden und so unangemessene Marktreaktionen hervorrufen. Anteilseigner börsennotierter Banken könnten ihre Eigenkapitaltitel abstoßen, um dem Auslöseereignis zuvorzukommen. Ein daraus möglicherweise resultierender Preissturz am Aktienmarkt wäre demzufolge durch geringe Marktliquidität, Herdenverhalten, Intransparenz und Informationsasymmetrien getrieben und könnte den tatsächlichen Rückgang des fundamentalen Unternehmenswertes der betroffenen Bank überzeichnen.<sup>27)</sup> Umgekehrt verfehlt ein CoCo-Bond mit einem Schwellenwert, der eine Wandlung oder Abschreibung zu einem sehr späten Zeitpunkt auslöst, die angestrebte Wirkung als Verlustabsorptionsinstrument im regulären Geschäftsbetrieb.

*Schwellenwert*

<sup>24</sup> Die Squam-Lake-Gruppe schlägt vor, dass eine Wandlung nach dem bankspezifischen Auslöseereignis nur dann erfolgen soll, wenn die zuständigen Behörden zugleich eine systemische Krise feststellen, vgl.: Squam Lake Working Group (2009), a. a. O.

<sup>25</sup> Mögliche Abweichungen hiervon sind auf Übergangsregelungen zurückzuführen.

<sup>26</sup> Vgl.: R. W. Greene (2016), a. a. O.; C. W. Calomiris und R. J. Herring (2013) a. a. O.; C. Pazarbasioğlu et al. (2011), a. a. O.

<sup>27</sup> Vgl.: R. W. Greene (2016), a. a. O.

*Derzeitige Ausgestaltung des Schwellenwerts in der EU*

Etwa 44% des gesamten Emissionsvolumens an CoCo-Bonds in der EU seit 2009 weisen eine CET 1-Quote von 5,125% als Schwellenwert auf. Dies entspricht der in der EU zur Anerkennung als AT 1-Kapital erforderlichen Mindesthöhe. Betrachtet man diesen Schwellenwert in Relation zu den gesamten aufsichtlichen CET 1-Kapitalanforderungen einschließlich der Puffer- und gegebenenfalls Säule II-Anforderungen, ist fraglich, ob die bislang in der EU emittierten CoCo-Bonds ihre Funktion als Verlustabsorptionsinstrument im laufenden Geschäftsbetrieb tatsächlich erfüllen können. In der gegenwärtigen Konstellation besteht die Möglichkeit, dass eine Unterschreitung dieser Gesamtanforderungen oder die Feststellung des PONV durch die Abwicklungs- und Aufsichtsbehörden bereits vor Eintritt des vertraglichen Auslöseereignisses erfolgt. CoCos würden dann faktisch erst im Fall einer Bankenschieflage zum Tragen kommen und nicht mehr der Verlustabsorption im regulären Geschäftsbetrieb dienen. Daher sollte eine Anhebung der regulatorischen Anforderung an den Schwellenwert für AT 1-fähige CoCos in Betracht gezogen werden.

*Verlustabsorption*

Seitens der regulatorischen Anforderungen an AT 1-fähige CoCos sind sowohl die Wandlung in hartes Kernkapital als auch eine dauerhafte oder vorübergehende Abschreibung als Verlustabsorptionsmechanismen zulässig. CoCo-Bonds mit Wandlung setzen insbesondere dann Anreize für die Eigentümer und das Bankmanagement, die Risikosteuerung und -überwachung zu stärken, wenn eine hinreichend starke Verwässerung vorliegt.<sup>28)</sup> Dies ist dann erreicht, wenn Kontroll-, aber auch Beteiligungsrechte an künftigen Gewinnen und Verlusten in erheblichem Maße an die ehemaligen CoCo-Bond-Halter übertragen werden. Den alten Eigentümern wird so ein Anreiz gesetzt, einer Wandlung vorzubeugen und beispielsweise bereits im Vorfeld zusätzliches hartes Kernkapital (CET 1) bereitzustellen.<sup>29)</sup> Ähnlich wie bei einem sehr früh auslösenden Schwellenwert kann eine starke Verwässerung jedoch auch dazu führen, dass alte Eigenkapitalgeber ihre Anteile vorzeitig verkaufen und so einen Preisverfall ver-

ursachen.<sup>30)</sup> CoCo-Bonds mit Abschreibung drehen diese Anreizstruktur um. Sie setzen Eigentümern und Bankmanagement Anreize zum Eingehen höherer Risiken, da bei Eintreten des Auslöseereignisses die Kontroll- und Beteiligungsrechte unverändert bestehen bleiben, ein Teil der Verluste aber von den CoCo-Bond-Haltern getragen wird.<sup>31)</sup> Hinsichtlich der Anreizwirkung präferiert die einschlägige Literatur daher CoCo-Bonds mit Wandlungsmechanismus gegenüber solchen mit Abschreibung. Diese Form steht jedoch nur Kapitalgesellschaften zur Verfügung. Andere Rechtsformen, zum Beispiel Genossenschaften, können lediglich CoCo-Bonds mit Abschreibung emittieren. Mit hin erscheint es nachvollziehbar, beide Mechanismen regulatorisch zuzulassen.

Ein möglicher Erklärungsansatz dafür, dass in der EU in großem Umfang CoCo-Bonds mit Abschreibungsmechanismus emittiert wurden, liegt darin, dass die Bankeigentümer letztlich über die Emission von CoCo-Bonds entscheiden.<sup>32)</sup> Bis Ende 2017 lag ihr Anteil am Gesamtemissionsvolumen von CoCo-Bonds bei 48% (siehe Schaubild auf S. 61). Die Entscheidungsbefugnis der Bankeigentümer könnte auch erklären, weshalb bei CoCo-Bonds mit Wandlung, anders als aus regulatorischer Sicht wünschenswert, fast ausschließlich eine geringe Verwässerung der Ansprüche der ursprünglichen Eigenkapitalgeber vorliegt. Die künftigen Kontroll- und Gewinnbeteiligungsrechte der ursprünglichen Eigentümer werden somit bei Eintritt des

*Derzeitige Ausgestaltung der Verlustabsorption in der EU*

<sup>28</sup> Vgl.: C.W. Calomiris und R.J. Herring (2013) a. a. O.; C. Pazarbasioglu et al. (2011), a. a. O.; S. Chan und S. van Wijnbergen (2017), CoCo design, risk shifting, incentives and capital regulation, Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2016-007/M.

<sup>29</sup> Vgl.: C.W. Calomiris und R.J. Herring (2013) a. a. O.; S. Chan und S. van Wijnbergen (2015), CoCos, contagion and systemic risk, CEPR Discussion Paper No. 10960.

<sup>30</sup> Vgl.: R.W. Greene (2016), a. a. O.

<sup>31</sup> CoCo-Bonds mit teilweiser Abschreibung können bei Auslösung zusätzlich negative Liquiditätseffekte generieren, falls es gleichzeitig zu einer Auszahlung des verbliebenen Nennwerts an den CoCo-Bond-Halter kommt, vgl.: D. Bleich, Contingent convertible bonds and the stability of bank funding: The case of partial writedown, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 28/2014.

<sup>32</sup> Vgl.: S. Avdjiev, B. Bogdanova, P. Bolton, W. Jiang und A. Kartasheva (2017), CoCo issuance and bank fragility, BIS Working Papers No. 678.



Auslöseereignisses kaum beeinträchtigt.<sup>33)</sup> Damit setzt die derzeit beobachtbare Ausgestaltung von CoCo-Bonds tendenziell Fehlanreize in Richtung einer erhöhten Risikoübernahme durch die Banken. Aus regulatorischer Sicht sollte daher auf eine starke Verwässerung hingewirkt und so Anreize für die ursprünglichen Eigentümer gesetzt werden, eine nachhaltige Risikovorsorge zu gewährleisten.

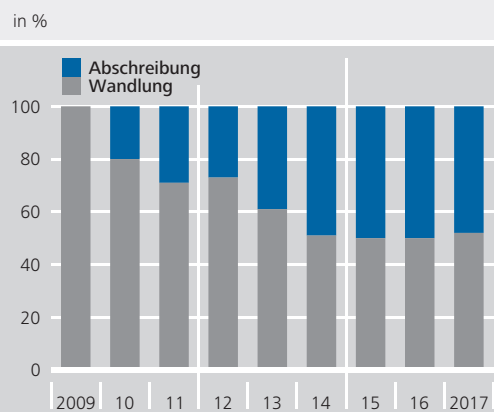
Emissionsvolumen

Damit CoCo-Bonds ein effektives Verlustabsorptionsinstrument darstellen können, ist ein hinreichend hohes Emissionsvolumen relativ zur Gesamtkapitalisierung einer Bank erforderlich, das bei Eintritt des Auslöseereignisses umgewandelt oder abgeschrieben wird.<sup>34)</sup> Mit Blick auf die gesamte Finanzierungsstruktur von Banken spricht sich die Literatur ferner dafür aus, CoCo-Bonds nicht im Austausch für, sondern zusätzlich zu vorhandenem Eigenkapital zu nutzen.<sup>35)</sup> Dies deckt sich mit der ursprünglichen Zielsetzung des Basel III-Rahmenwerks, die auf die Erhöhung und qualitative Verbesserung der regulatorischen Eigenmittel und damit primär auf eine Stärkung des harten Kernkapitals ausgerichtet ist.<sup>36)</sup> AT 1-Instrumente wie CoCo-Bonds sollten demnach lediglich ergänzend zum vorhandenen CET 1-Kapital Anwendung finden.

Derzeitiges Emissionsvolumen in der EU

Obwohl das CoCo-Bond-Emissionsvolumen in der EU seit 2009 deutlich zugenommen hat, bewegt es sich bislang auf relativ geringem Niveau. Die Emittenten von CoCo-Bonds sind tendenziell größere und eher gut kapitalisierte Banken.<sup>37)</sup> Einerseits erscheint es daher fraglich, ob CoCo-Bonds in der zurzeit zu beobachtenden Ausgestaltung ein effektives Verlustabsorptionsinstrument darstellen. Andererseits ist dies jedoch möglicherweise nicht erforderlich, sofern Banken hinreichend CET 1-Kapital vorhalten. Vor diesem Hintergrund ergibt sich aus regulatorischer Sicht prinzipiell keine Notwendigkeit, auf höhere Emissionsvolumina an CoCo-Bonds hinzuwirken. Stattdessen erscheint auch aufgrund der möglicherweise geringen Marktnachfrage die Beibehaltung des Fokus auf eine Stärkung des harten Kernkapitals zielführender.

### Marktanteile von EU-CoCo-Bonds mit Wandlungs- bzw. Abschreibungsmechanismus



Quellen: Bloomberg und Dealogic.  
 Deutsche Bundesbank

Primär können drei Motive zur Emission von CoCo-Bonds identifiziert werden. Die Möglichkeit ihrer regulatorischen Anerkennung, insbesondere als AT 1-Kapital, wurde als ein erster Nutzungsanreiz bereits diskutiert. Ein zweites Nutzungsmotiv ergibt sich im Vergleich zu Eigenkapital aus einer steuerlichen Abzugsfähigkeit der Kuponzahlungen.<sup>38)</sup> Inwieweit eine derartige Abzugsfähigkeit gegeben ist, hängt von den jeweils geltenden nationalen steuerrechtlichen Regelungen ab. In der Regel ist es erforderlich, dass die tatsächliche Ausgestaltung des CoCo-Bonds seinen Fremdkapitalcharakter in den Vordergrund stellt und so eine klare Abgrenzung zu Eigenkapitaltiteln begründet. Erreichen lässt sich dies beispielsweise durch die Festlegung eines Schwellenwerts, durch den das Auslöseereignis vergleichsweise spät eintritt. Damit entsteht ein Zielkonflikt

Zielkonflikt zwischen steuerlicher Abzugsfähigkeit der Kuponzahlung und aufsichtlichen Anforderungen

<sup>33</sup> Zu diesem Ergebnis gelangt eine Studie zu CoCo-Bonds großer europäischer Banken, die im Zeitraum 2009 bis 2013 deren Verwässerung schätzt. Vgl.: T. Berg und C. Kaserer (2015), a. a. O.

<sup>34</sup> Vgl.: S. Maes und W. Schoutens (2012), Contingent capital: An in-depth discussion, Economic Notes 41 (1/2), S. 59–79.

<sup>35</sup> Vgl.: C. Pazarbasioglu et al. (2011), a. a. O.; C.W. Calomiris und R.J. Herring (2013), a. a. O.; N. Chen, P. Glasserman, B. Nouri und M. Pelger (2017), Contingent capital, tail risk, and debt-induced collapse, Review of Financial Studies 30 (11), S. 3921–3969.

<sup>36</sup> Vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2017), High-level summary of Basel III reforms.

<sup>37</sup> Vgl.: S. Avdjiev et al. (2017), a. a. O.

<sup>38</sup> Vgl.: C. W. Calomiris und R. J. Herring (2013), a. a. O.

zwischen der regulatorisch und steuerrechtlich motivierten Ausgestaltung von CoCo-Bonds. Aus regulatorischer Sicht setzt die steuerrechtliche Regelung einen Fehlanreiz, den Schwellenwert so gering wie möglich zu setzen.<sup>39)</sup> Im Rahmen der Anerkennungsfähigkeit als AT 1-Kapital sollte die europäische Regulierung dieser Problematik Rechnung tragen. Die aktuelle CET 1-Quote von 5,125% erscheint vor diesem Hintergrund zu gering und sollte angehoben werden.

*Kostenvergleich  
mit CET 1-Kapital*

Als dritter Nutzungsanreiz wird in der Literatur diskutiert, ob CoCo-Bonds im Vergleich zu CET 1-Kapital geringere Kosten für Banken verursachen.<sup>40)</sup> Neben der steuerrechtlichen Privilegierung ist eine mögliche Begründung für solche Kostenvorteile, dass bis zum Eintritt des Auslöseereignisses oder der Aussetzung der Kuponzahlung die Eigenkapitalgeber allein die Verluste der Bank tragen. Ob dieser Kostenvorteil gegenüber CET 1-Kapital tatsächlich existiert, ist allerdings unsicher. So beteiligen CoCo-Bonds ihre Halter vorrangig an den Verlusten der Bank, deckeln aber ihre Beteiligung an den Gewinnen durch eine fixe Kuponzahlung. Dies muss durch höhere Kuponzahlungen im Vergleich zu vorrangigen Fremdkapitaltiteln ausgeglichen werden. Auch unter Beachtung der geringen Marktliquidität ist es zumindest denkbar, dass CoCo-Bonds höhere Kosten als CET 1-Kapital für die Bank generieren. Analysen von Banken deuten darauf hin, dass es solche Preisaufschläge im Vergleich zum Eigenkapital im Markt tatsächlich gibt.<sup>41)</sup>

## Bankübergreifende Auswirkungen

*Potenzielle  
unerwünschte  
banküber-  
greifende  
Nebenwirkungen  
der CoCo-  
Nutzung*

Ob sich der grundsätzlich mögliche Effekt einer verbesserten Verlustabsorptionsfähigkeit einzelner Banken auch auf das Bankensystem insgesamt übertragen kann, hängt auch davon ab, ob bankübergreifend unerwünschte Nebenwirkungen aus der Nutzung von CoCo-Bonds resultieren können. Die bereits erwähnte Komplexität von CoCo-Bonds beeinflusst nicht nur den

Kreis und das Verhalten etwaiger Emittenten und Halter, sondern erhöht auch das Risiko, dass das Instrument nicht zielgerecht ausgestaltet ist und im Ergebnis seine intendierte Wirkung verfehlt. So könnte zum Beispiel die Auslösung zu einem falschen Zeitpunkt erfolgen, sodass die Verlustabsorptionsfähigkeit beeinträchtigt wird. Zudem könnte insbesondere durch die vermehrte Emission von CoCo-Bonds mit Abschreibungsmechanismus die Anreizsetzung zur Risikosteuerung und -überwachung verfehlt werden.<sup>42)</sup> Selbst ohne derartige Ausgestaltungsfehler können CoCo-Bonds bankindividuelle Risiken auf andere Banken und Finanzmarktakteure (z. B. Versicherungen, Investment- und Hedge-Fonds) übertragen.<sup>43)</sup> Dies ist über zwei Wirkungskanäle möglich. Zum einen können CoCos zu einer höheren Verflechtung beitragen.<sup>44)</sup> Zum anderen können informationsbasierte Ansteckungseffekte auftreten.<sup>45)</sup>

Aus der stärkeren Verflechtung von Emittenten mit Banken und anderen Finanzmarktakteuren können unerwünschte Effekte auf unterschiedliche Weise entstehen. Im Fall von CoCo-Bonds mit Abschreibungsmechanismus erleiden die Halter bei Eintreten des Auslöseereignisses unmittelbar Verluste. Sofern eine endgültige Abschreibung erfolgt, erlischt für den CoCo-Bond-Halter der Anspruch auf Kuponzahlung und insbesondere den Nennwert des CoCos. Diese Verluste gehen zulasten des bilanziellen Eigenkapitals des Halters, wodurch dessen weitere

*Unerwünschte  
Effekte aufgrund  
höherer Ver-  
flechtung*

<sup>39</sup> Vgl. die zuvor bereits dargestellte Ausgestaltung des Schwellenwerts europäischer CoCos. Große Teile des gesamten Emissionsvolumens legen genau die regulatorischen Anforderungen für Schwellenwerte zugrunde.

<sup>40</sup> Vgl.: C. W. Calomiris und R. J. Herring (2013), a. a. O.

<sup>41</sup> Dies belegt bspw. eine häufig zitierte Gegenüberstellung durchschnittlicher Renditen von CoCo-Bonds und Dividenden der Bank of America/Meryll Lynch; siehe bspw. <https://www.usatoday24x7.com/are-happy-days-in-credit-over-according-to-bofa-just-one-thing-matters/>

<sup>42</sup> Vgl. vorherige Diskussion der Ausgestaltung von CoCo-Bonds.

<sup>43</sup> Vgl.: A. R. Admati, P. M. DeMarzo, M. F. Hellwig und P. Pfleiderer (2013), a. a. O.; R. W. Greene (2016), a. a. O.

<sup>44</sup> Vgl.: R. W. Greene (2016), a. a. O.; C. Koziol und J. Lorenz (2012), Contingent convertibles. Solving or seeding the next banking crisis?, Journal of Banking and Finance 36, S. 90–104.

<sup>45</sup> Vgl.: S. Chan und S. van Wijnbergen (2015), a. a. O.

Verlusttragfähigkeit beeinträchtigt wird. Im Fall der Wandlung entsteht dagegen aus der Verflechtung über Fremdkapital eine Verflechtung über Eigenkapital, wodurch die neuen Eigentümer unmittelbar am unternehmerischen Risiko des Emittenten beteiligt werden. Sollten die neuen Eigentümer diesbezüglich strengeren Anlagebeschränkungen als bei CoCos unterliegen,<sup>46)</sup> müssten die so entstandenen Eigenkapitaltitel veräußert werden. Dies könnte Preisschwankungen an den Eigenkapitalmärkten hervorrufen. Besonders problematisch erscheint diese Verflechtung in beiden Ausgestaltungsmöglichkeiten, falls CoCo-Bonds wechselseitig von Banken gehalten werden.<sup>47)</sup> In diesem Fall könnte es zu einer Beeinträchtigung der Verlustabsorptionsfähigkeit aller beteiligten Institute kommen.<sup>48)</sup>

*Informations-  
basierte  
Ansteckungs-  
effekte*

Der Eintritt des Auslöseereignisses oder das Aussetzen der Kuponzahlung durch eine Bank kann darüber hinaus zu informationsbasierten Ansteckungseffekten führen. Aufgrund gleichgerichteter Risiken und Ertragsverläufe der Anlagen verschiedener Banken könnten diese Banken gleichzeitig Verluste erleiden. Halter von CoCo-Bonds könnten den Eintritt des Auslöseereignisses bei einer anderen Bank deshalb als negatives Signal auffassen und die Auslösung ihrer CoCos befürchten. Dieser Effekt ist umso stärker, je stärker Risiken und Ertragsverläufe der betreffenden Banken korreliert sind. Als Reaktion könnten diese CoCo-Bond-Halter ihre Titel abstoßen, was die Preise im CoCo-Bond-Markt generell belasten würde.<sup>49)</sup> Ebenso können solche Signale Wechselwirkungen mit anderen Märkten erzeugen. Der Verkaufsimpuls aus dem CoCo-Markt könnte sich so zum Beispiel auch auf das übrige Fremdkapital übertragen und letztlich sogar zu Einlagenabzügen („Bank Run“) führen. Zusätzlich könnten auch Eigenkapitaltitel unter Druck geraten. Es kann somit ein Konflikt zwischen bankindividuellen und bankübergreifenden Wirkungen von CoCo-Bonds entstehen: Die Auslösung von CoCo-Bonds einer Bank erhöht zwar ihre individuelle Verlustabsorptionsfähigkeit, kann zugleich aber

die beschriebenen unerwünschten Nebenwirkungen auf andere Banken haben.

Neben der konkreten Ausgestaltung des Instruments hat die Halterstruktur einen entscheidenden Einfluss darauf, ob die Nutzung von CoCo-Bonds unerwünschte Effekte hervorrufen kann. Beispielsweise verdeutlichen die Marktturbulenzen, die Anfang 2016 durch die Befürchtung, dass eine einzelne Bank ihre Kuponzahlung aussetzen könnte, hervorgerufen wurden, die Relevanz informationsbasierter Ansteckungseffekte. Diese Beobachtung macht zudem klar, dass das Instrument nicht für alle potenziellen Halter eine geeignete Anlageform darstellt. Grundsätzlich begründen die gemessen an gewöhnlichen Bankanleihen auf den ersten Blick vergleichsweise hohen Renditechancen von CoCo-Bonds (insbesondere im aktuellen Niedrigzinsumfeld) eine gewisse Attraktivität als Kapitalanlage. CoCos sind allerdings aufgrund des großen Spielraums hinsichtlich der Ausgestaltungsmerkmale hochgradig komplex und intransparent. Sie sind mit zahlreichen Risiken behaftet (z. B. Verluste aus Abschreibung oder Wandlung oder Kuponausfall) und deshalb schwer zu bewerten. Inwieweit sie sich für Privatinvestoren eignen, ist daher nach Ansicht der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority: ESMA)<sup>50)</sup> wie auch der Bundesanstalt für Finanz-

*Potenzielle  
Halter*

<sup>46</sup> Z. B. sieht die Versicherungsregulierung Solvency II eine Abzugsregel vor (Art. 68 der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35), nach der Beteiligungen von Versicherern an Finanz- und Kreditinstituten, die 10% der Eigenmittel des Versicherers übersteigen, von den regulatorischen Basis-eigenmitteln abgezogen werden müssen. Ferner können auch Investmentfonds klar definierte vertragliche Anlagestrategien verfolgen, die ebenfalls zu Verkäufen infolge einer CoCo-Bond-Wandlung führen könnten.

<sup>47</sup> Vgl.: F. Allen und D. Gale (2000), Financial contagion, *Journal of Political Economy* 108 (1), S. 1–33.

<sup>48</sup> Regulatorisch müssen Banken als Halter anrechnungsfähiger CoCo-Bonds vor Auslösung diese bei der Berechnung ihrer Eigenkapitalquote analog zu anderen wechselseitigen Bankbeteiligungen behandeln. Dabei kommt es entweder aufgrund der Erhöhung der risikogewichteten Aktiva oder eines Abzugs vom Eigenkapital zu einer Reduktion der risikogewichteten Eigenkapitalquote.

<sup>49</sup> Vgl.: S. Chan und S. van Wijnbergen (2015), a. a. O.

<sup>50</sup> Vgl.: ESMA (2014), Statement on potential risks associated with investing in contingent convertible instruments.

dienstleistungsaufsicht (BaFin)<sup>51)</sup> fraglich. In Großbritannien ist der Verkauf an Kleinanleger sogar untersagt.<sup>52)</sup> Dagegen scheinen Banken und andere institutionelle Investoren, wie zum Beispiel Versicherungen und Investmentfonds, grundsätzlich die plausiblere Investorengruppe für CoCo-Bonds zu sein.<sup>53)</sup> Aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit sollten diese über hinreichend ausgeprägte Fähigkeiten zur Risikobewertung und Portfoliodiversifizierung verfügen. Dadurch sollten sie besser in der Lage sein, CoCo-Bonds und ihre Funktionsweise angemessen zu durchdringen und entsprechend zu handeln. Die Bewertung scheint trotzdem selbst für institutionelle Investoren schwierig zu sein.<sup>54)</sup> Insbesondere infolge von möglichen Wechselwirkungen durch gegenseitige Beteiligungen zwischen Banken erscheinen diese unter den institutionellen Anlegern als CoCo-Bond-Halter am wenigsten geeignet.

#### Derzeitige Halterstruktur

Der aktuelle Nutzungsumfang sowie die derzeitige Halterstruktur deuten nicht auf eine materielle Gefahr durch unerwünschte bankübergreifende Nebenwirkungen aus der Nutzung von CoCo-Bonds hin. Europäische CoCos werden wie beschrieben zumeist von Investoren außerhalb des Euroraums sowie europäischen Investmentfonds gehalten. Banken und Versicherungen treten kaum als direkte Halter von CoCo-Bonds in Erscheinung.<sup>55)</sup> Ob sie jedoch indirekt, zum Beispiel über ausländische Zentralverwahrer, CoCos halten, ist derzeit aufgrund der unzureichenden Datenverfügbarkeit nicht erkennbar. Zudem kann die Halterstruktur regional und im Einzelfall stark unterschiedlich sein sowie im Zeitverlauf deutlichen Veränderungen unterliegen. Vor diesem Hintergrund erscheint es angezeigt, dass Aufsichtsbehörden die Entwicklung des CoCo-Bond-Markts stärker verfolgen, um mögliche unerwünschte Effekte sowohl auf bankindividueller als auch bankübergreifender Ebene zeitnah zu identifizieren.

## Fazit

Im Nachgang zur Finanzkrise 2007/2008 forderten Politik, Regulierer und akademische Forschung gleichermaßen, die Kapitalausstattung von Banken quantitativ und qualitativ zu stärken. So sollte sichergestellt werden, dass Banken über ausreichend verlustabsorptionsfähiges Kapital zur Aufrechterhaltung ihres regulären Geschäftsbetriebs verfügen. Zugleich sollte auf diese Weise die Stabilität von Banken erhöht werden. In der Zwischenzeit haben Banken in großem Umfang ihre Eigenkapitalquoten erhöht, sowohl durch Bildung zusätzlichen harten Kernkapitals, als auch durch Abbau von risikogewichteten Aktiva.

CoCo-Bonds, eine Form hybrider Kapitalinstrumente, können unter bestimmten Voraussetzungen als regulatorisches AT1- oder T2-Kapital anerkannt werden. Durch die konkrete Ausgestaltung dieser hochgradig komplexen Instrumente wird letztlich bestimmt, inwieweit die an CoCo-Bonds gestellten Erwartungen erfüllt werden.

---

51 „Wer kein tiefgreifendes Verständnis des Finanzsektors, der Funktionsweise der Bonds sowie vor allem der regulatorischen Eigenmittelanforderungen hat, sollte [...] nicht in CoCo-Bonds investieren. Insbesondere für Privatanleger sind deren Risiken kaum einschätzbar. [...] Mit Blick auf die komplexe Produktstruktur, die Zweckbestimmung, die schwierige Bewertung und den potenziellen Interessenkonflikt auf Bankenseite hat die BaFin [...] erhebliche Zweifel, ob CoCo-Bonds ein geeignetes Anlageprodukt für Privatanleger darstellen. Sie eignen sich grundsätzlich nicht für den Vertrieb an Privatkunden.“ [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa\\_bj\\_1410\\_coco-bonds.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1410_coco-bonds.html)

52 Vgl.: Financial Conduct Authority, Restrictions in relation to the retail distribution of contingent convertible instruments vom 9. Dezember 2016, <https://www.fca.org.uk/publications/temporary-product-interventions/restrictions-relation-retail-distribution-contingent>

53 Vgl.: S. Avdjiev et al. (2017), a. a. O.

54 Offenbar fällt selbst Ratingagenturen eine zuverlässige Bewertung von CoCo-Bonds bislang schwer. Vgl.: G. Pennacchi, T. Vermaelen und C.C.P. Wolff (2014), Contingent capital: The case of COERCs, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 49 (3), S. 541–574; A. Delivorias (2016), Contingent convertible securities: Is a storm brewing?, *European Parliament Research Service Briefing*, May 2016.

55 Vgl.: M. A. Boermans und S. van Wijnbergen (2018), a. a. O.

Aus der tatsächlichen Ausgestaltung von CoCo-Bonds resultieren Zweifel an ihrer Effektivität als Verlustabsorptionsinstrument für den regulären Geschäftsbetrieb von Banken. Insbesondere die in der Praxis anzutreffenden niedrigen CET 1-Schwellenwerte, bei deren Unterschreitung eine Wandlung oder Abschreibung ausgelöst wird, könnten die Wirksamkeit des Instruments beeinträchtigen. Regulatorische Eigenkapitalanforderungen könnten bereits vor Eintritt der in den CoCo-Bonds vertraglich festgelegten Auslöseereignisse unterschritten werden. Damit wären behördliche Eingriffe in den Geschäftsablauf von Banken bereits vor der vertragsgemäßen Wandlung oder Abschreibung von CoCos erforderlich. Um dieser Problematik zu begegnen, sollten die regulatorischen Anforderungen an AT 1-Instrumente in der EU verschärft werden.<sup>56</sup> Insbesondere ist zu prüfen, wie weit der mechanische CET 1-Schwellenwert angehoben werden muss, um die regulatorisch intendierte Wirkung von CoCo-Bonds als Verlustabsorptionsinstrument für den regulären Geschäftsbetrieb von Banken sicherzustellen.

Auch hinsichtlich der Realisierung weiterer Erwartungen an CoCo-Bonds ruft die aktuell zu beobachtende Ausgestaltung Zweifel hervor. Inwieweit beispielsweise, wie beabsichtigt, Anreize zur Verbesserung der Risikosteuerung und -überwachung von Banken gesetzt werden, erscheint fraglich. Das Bankmanagement könnte sogar Anreize haben, mehr Risiken einzugehen. Dies ist sowohl bei CoCo-Bonds mit Abschreibungsmechanismus als auch bei Wandlung mit geringer Verwässerung zu befürchten.

Darüber hinaus können CoCo-Bonds auch bankübergreifend unerwünschte Effekte hervorrufen. Maßgeblich hierfür ist zum einen die Verflechtung von Banken untereinander sowie zwischen Banken und anderen institutionellen Investoren, die sich durch das Halten von CoCo-Bonds erhöhen kann. Nach den vorliegenden, allerdings lückenhaften, Informationen kann dies derzeit jedoch für die EU empirisch nicht bestätigt werden. Zum anderen sind informationsbasierte Ansteckungseffekte möglich, die

insbesondere bei gleichgerichteten Risiken und Ertragsverläufen der von einzelnen Emittenten gehaltenen Anlagen auftreten können. Der Eintritt des Auslöseereignisses bei einem Emittenten kann dann negative Signalwirkung auf andere Banken im CoCo-Bond-Markt und darüber hinaus entfalten. In der Folge wäre es denkbar, dass der Versuch einzelner Banken, ihr verlustabsorptionsfähiges Kapital mithilfe von CoCo-Bonds zu erhöhen, bankübergreifend zu unerwünschten Effekten führt. Dies könnte zunehmend der Fall sein, sobald die in der einschlägigen Literatur zur effektiven Nutzung von CoCo-Bonds geforderten hohen Emissionsvolumina tatsächlich realisiert werden.

Insgesamt betrachtet ist fraglich, welche Vorteile die Nutzung von CoCo-Bonds gegenüber hartem Kernkapital (CET 1) hat. So ist beispielsweise unklar, ob der in der Literatur vermutete Kostenvorteil von CoCos gegenüber CET 1-Kapital tatsächlich besteht. Unter Berücksichtigung der hohen Komplexität und der mit CoCo-Bonds verbundenen Risiken könnten sie bei korrekter Bewertung aus Sicht der Emittenten trotz des Steuervorteils sogar teurer als hartes Kernkapital sein. Jedenfalls stellt ein Kostenvorteil von CoCo-Bonds, der sich lediglich aus einer steuerrechtlichen Vorzugsbehandlung gegenüber CET 1-Kapital sowie einer regulatorischen Privilegierung gegenüber Fremdkapital ergibt, keine hinreichend sinnvolle Begründung für ihre Nutzung dar. Aus regulatorischer Sicht entsteht der Nutzen von CoCo-Bonds primär aus ihrer Fähigkeit zur Verlustabsorption. In der aktuellen Umsetzung mit geringen CET 1-Schwellenwerten für die Wandlung oder Abschreibung dürfte diese nicht gewährleistet sein. Daher sollten regulatorische Anreize zur Nutzung von CoCo-Bonds kritisch geprüft und künftig stärker an den intendierten Wirkungen des Instruments ausgerichtet werden. Angesichts der Komplexi-

---

<sup>56</sup> Eine solche Anpassung wäre auch durch die im Basel III-Rahmenwerk getroffenen Vereinbarungen gedeckt, die keine quantitativen Vorgaben für den auslösenden Schwellenwert formulieren, vgl.: Basel Committee on Banking Supervision (2010), Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, S. 15 ff.



tät und möglicher bankübergreifender Nebenwirkungen erscheint ein regulatorischer Nutzungsanreiz allerdings derzeit nicht sachgerecht. Vielmehr dürfte eine Fokussierung auf

CET 1-Kapital langfristig der zielführendere Ansatz zur Sicherung und Verbesserung der Stabilität von Banken sein.