

Ein neues Finanzmarktinstrument spaltet die Anleger

CoCo, CoCoCo & Co.

Die Bezeichnung machts deutlich: CoCo Bonds oder Contingent Convertibles sind bedingte Pflichtwandelanleihen. Aber ausser der gemeinsamen Bezeichnung haben CoCos mit herkömmlichen Wandelanleihen wenig gemeinsam.

CoCo Bonds (Contingent Convertibles) sind ein Finanzmarktinstrument neueren Datums: Sie entstanden während der Finanzkrise als Antwort auf die ungenügende Eigenkapitalbasis von Banken, angestossen von den Regulatoren. Basel III etwa schreibt vor, dass alle Banken ab 2013 ihre Quote für das harte Kernkapital («Core Tier 1») auf 4.5 Prozent der risikogewichteten Anlagen erhöhen müssen. Zudem soll ein sogenannter «Capital Conservation Buffer» von 2.5 Prozent eingeführt werden. Damit soll das harte Kernkapital auf 7 Prozent steigen.

Das bisher eher grosszügig definierte «Tier 1»-Kapital wird ebenfalls enger gefasst. Hybridkapital wie zum Beispiel stille Einlagen oder auch Perpetual Bonds soll künftig nicht mehr zum Kernkapital zählen. Dies bringt Banken in eine unangenehme Situation, deckten diese doch in der Vergangenheit mit Perpetuals, also Obligationen mit unbeschränkter Laufzeit respektive ohne festen Rückzahlungstermin, ihr Bedürfnis nach stabiler Eigenkapitalbasis ab. Diese Tatsache wird in den nächsten Jahren dazu führen, dass Perpetuals sowie anderes Hybridkapital durch neue Finanzierungsinstrumente abgelöst werden müssen.

CoCos auf dem Vormarsch

CoCo Bonds bieten einen Ausweg, denn sie können dem Eigenkapital zugerechnet werden. CoCos, oder sogenannte bedingte Pflichtwandelanleihen, werden beim Unterschreiten vertraglich vordefi-

nierter Eigenkapitalquoten einer Bank automatisch in Eigenkapital gewandelt. Die Inhaber der Anleihen werden damit zu Aktionären. Grundsätzlich gewähren CoCo Bonds einen fixen Zins, ergänzt mit einer Wandlungspflicht, sobald das Kernkapital der emittierenden Bank unter ein gewisses Niveau sinkt. Die Auswirkungen dieses Mechanismus: Nach oben ist das Potenzial infolge der fixen Verzinsung beschränkt, gegen unten hingegen ist der Anleger dem vollen Downside-Risiko ausgesetzt. Das heisst, dass ein CoCo Bond hinsichtlich des Risikos eher mit einer Aktie als mit einer herkömmlichen Anleihe zu vergleichen ist.

In der Schweiz hat die Credit Suisse die ersten CoCo Bonds emittiert. In einem ersten Schritt hat die Bank Pflichtwandelanleihen in der Höhe von 6 Mrd. Franken bei bestehenden Investoren zu Zinssätzen von 9 Prozent respektive 9.5 Prozent platziert, und in einem zweiten Schritt wurden einer breiteren Investorenschaft weitere 2 Mrd.

USD zu einem Zinssatz von 7⁷/₈ Prozent angeboten. Auch diese zweite Emission war ein Erfolg. Zuvor haben bereits Lloyds Banking Group, Rabobank und Barclays Bank CoCo Bonds emittiert. Damit ist der Startschuss gefallen, und mit weiteren Emissionen ist zu rechnen. Die Ratingagentur Standard & Poor's schätzt das Marktvolumen über die nächsten fünf bis zehn Jahre auf stattliche 1000 Mrd. USD.

Für Anleger sind CoCo Bonds vor allem in einem seitlich tendierenden, stabilen Börsenumfeld interessant. Dann liefern sie eine attraktive Verzinsung, die über dem Potenzial der Aktien- und Anleihenmärkten liegt. Sobald jedoch die Märkte grosse Ausschläge in die eine oder andere Richtung vollziehen, sollten Wandelanleihen den CoCo Bonds vorgezogen werden (siehe Grafik Seite 61).

In Kürze

- > CoCo Bonds sind auf dem Vormarsch. Das Marktvolumen wird auf 1000 Mrd. USD geschätzt
- > Von der Funktionsweise her bewirken CoCos das Gegenteil von Wandelanleihen
- > Die Beurteilung von CoCos ist vor allem wegen der Bewertung der Eigenkapitalquote komplex

Weil Kritiker am bestehenden Konstrukt genau diese mangelnde Partizipation gegen oben monierten, haben findige Finanzspezialisten die CoCo Bonds entsprechend weiterentwickelt und ein abgewandeltes Produkt präsentiert: die CoCoCo Bonds – auch Convertible Contingent Convertibles genannt. Diese Pflichtanleihe integriert als weiteres Element eine Beteili-

Autoren

Patrick Gügi
CEO
von Fisch Asset
Management



Philipp Good
Fondsmanager
des FISCH Bond
Value Investment
Grade Fund

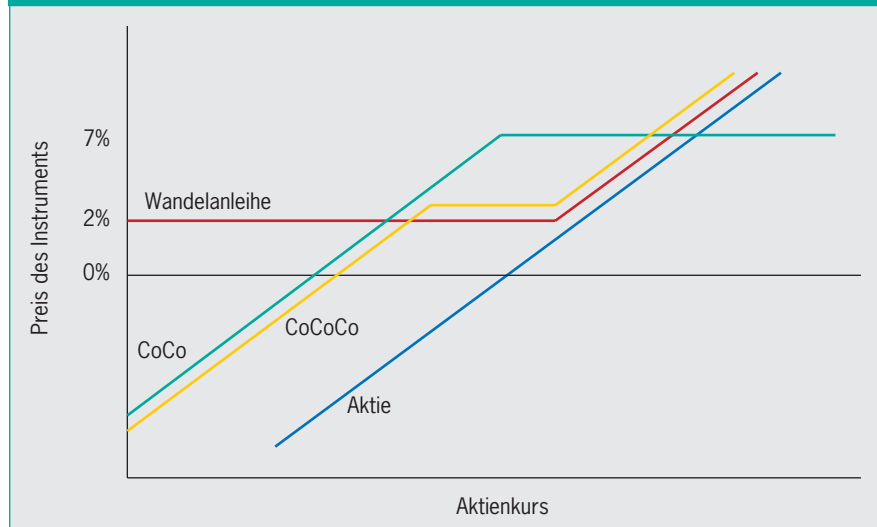
gung am Aufwärtspotenzial der unterliegenden Aktie, indem ein Wandlungsdatum und ein Ausübungspreis definiert werden, zu dem die Anleihe in die Aktie gewandelt werden darf. Die erste solche CoCoCo-Anleihe wurde von der Bank of Cyprus unter der Ägide von HSBC Anfang März dieses Jahres lanciert.

Wandelanleihen mit Schutz gegen unten

Obwohl Wandelanleihen die gleiche Grundstruktur wie CoCo Bonds aufweisen – beide bestehen aus einer Obligation kombiniert mit einer Option –, verhalten sie sich am Markt ganz anders. Eine Wandelanleihe ist ein defensives Instrument, das primär zum Ziel hat, den Anleger gegen Rückschläge an der Börse zu schützen. Dies geschieht durch den Bondfloor, der die Wandelanleihe zur Obligation mit fixer Verzinsung werden lässt, sobald der Kurs der unterliegenden Aktie unter ein gewisses Niveau gesunken ist.

Auf der anderen Seite profitiert eine Wandelanleihe vom steigenden Kurs der unterliegenden Aktie und bietet dem Anleger die Möglichkeit, seine Papiere in Aktien zu tauschen. Der Besitzer der Anleihe entscheidet, ob und wann er wandeln will, und hat somit ein WandlungsRECHT und nicht eine WandlungsPFLICHT. Eine Wandlung ist grundsätzlich nur dann interessant, wenn die betreffende Aktie stark gestiegen ist und den Nominalwert der Anleihe übersteigt. Damit weist eine Wandelanleihe ein asymmetrisches Verhalten auf, das CoCo Bonds nicht enthalten. Zudem bleibt das Risiko bei dieser Form der Anlage gering, da das investierte Kapital am Ende der Laufzeit zurückgezahlt wird, während CoCo gegebenenfalls zwangsweise in Aktien gewandelt werden.

Grafik: Die Funktionsweise von CoCos im Vergleich zu Wandelanleihen und Aktien



Weitere Vorteile der Wandelanleihen gegenüber CoCo Bonds betreffen den Aspekt der Diversifikation. Während CoCo Bonds auf den Finanzsektor beschränkt und europalastig sind, kann mittels Wandelanleihen in fast jeden Sektor und in fast allen Regionen weltweit investiert werden. Der Anteil der Banken liegt bei Wandelanleihen lediglich bei rund 7 Prozent. Der grösste Markt für Wandelanleihen sind analog zum Aktienmarkt mit knapp 50 Prozent die USA; seit 2010 fällt jedoch die boomende Region Asien ex Japan mit einer grossen Anzahl Neuemissionen auf. Mit einem Volumen von rund 600 Mrd. Dollar ist der Wandelanleihenmarkt noch immer um ein Vielfaches liquider als der Markt für CoCo Bonds, der erst im Entstehen begriffen ist.

Bewertung als Knackpunkt

Noch bleibt die Bewertung von CoCo Bonds ein schwieriges Thema. Bereits die

Bewertung einer herkömmlichen Wandelanleihe ist eine komplexe Angelegenheit, da vier Faktoren den Wert eines Convertibles beeinflussen: der Kurs der unterliegenden Aktie, das Zinsniveau, der Kreditspread und die Volatilität. Bei der Beurteilung von CoCo Bonds kommt noch ein weiterer Faktor hinzu: die Eigenkapitalquote des Unternehmens. Diese wird lediglich im Rahmen der Jahres- sowie Quartalsberichterstattung offengelegt, weshalb sie in Zeiten volatiler Marktentwicklung und illiquider Märkte stark von der ökonomischen Realität abweichen kann. Kein Wunder, gibt es bisher keinen allgemein anerkannten Ansatz zur Bewertung von CoCo Bonds.

Die grundsätzliche Idee von CoCo Bonds als Eigenmittlersatz ist bestehend. Ob sich das neue Finanzmarktinstrument in einer nächsten Krise auch bewähren wird, ist jedoch noch völlig offen. ■