

# Contingent Convertible Bonds: Eine theoretische, empirische und praktische Analyse

## **Bachelorarbeit an der Universität Zürich**

am Lehrstuhl für Banking & Finance

bei Prof. Dr. Steven Ongena

Abgabedatum: 1. September 2018

Verfasst von:

Philipp Koch

## Executive Summary

Die Finanzkrise, die im Jahr 2007 ihr Anfang nahm, machte deutlich, dass die damaligen Vorschriften zur Regulierung der Banken nicht genügten, um einzelne Banken und das gesamte Finanzsystem vor grossen Verlusten zu bewahren. Zur Rettung der Banken mussten Regierungen einspringen. Um dies in Zukunft zu verhindern, wurde das Framework Basel 3 geschaffen und damit für die Banken unter anderem deutlich höhere Anforderungen an deren Eigenkapital gestellt. (Basel Committee on Banking Supervision (2011))

Damit sollte erreicht werden, dass in Zukunft nicht mehr Staaten die Banken retten müssen, sondern dass die Gläubiger der Banken dies übernehmen. Die Vorgaben von Basel 3 wurden durch den Schweizerischen Bundesrat (2011) mittels des Swiss Finish noch weiter verschärft und in der Folge im Jahr 2016 nochmals erhöht. (Schweizerischer Bundesrat (2016))

Die neuen Vorschriften schufen für die Banken die Möglichkeit, durch die Emission von Contingent Convertible Bonds, sogenannte CoCo-Bonds, einen Teil der erhöhten Kapitalanforderungen zu erfüllen.

Die vorliegende Arbeit stellt in einem ersten Teil die theoretischen Aspekte von CoCo-Bonds in Bezug auf Design, Trigger-Varianten, Risiken und Pricing dar.

Die empirischen Untersuchungsfelder, die im zweiten Teil erklärt werden, teilen sich grob in die Anreizwirkung von CoCo-Bonds auf das Risikoverhalten einer Bank, die Bedeutung der CoCo-Bonds auf den Credit Default Swap (CDS), den Einfluss von CoCo-Bonds auf das Eigenkapital sowie deren Einfluss auf die Stabilität einer Bank und auf das ganze Bankensystem.

Die Anreizwirkung der CoCo-Bonds auf das Risikoverhalten wird durch verschiedene Aspekte beeinflusst. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass write-down CoCo-Bonds und conversion CoCos, die nur leicht verwässernd wirken, eher einen Anreiz schaffen, zusätzliche Risiken einzugehen. (Chan, van Wijnbergen (2017)). Verwässernd bedeutet dabei, dass die Inhaber des CoCos beim Erreichen des Wandlungszeitpunkts (Trigger) eine bestimmte Anzahl Aktien bekommen. Wenn dabei das Wandlungsratio hoch ist, werden die Investoren nur wenige neue Aktien bekommen, wodurch die Verwässerung der bisherigen Aktionäre eher beschränkt bleibt (Berg, Kaserer (2014)). Darüber gehen in der Forschung die Meinungen nicht auseinander.

Beim CDS hingegen gehen die Meinungen stärker auseinander. So sprechen sich einige dafür aus, dass Emissionen von CoCo-Bonds den CDS einer Bank senken (De Spiegeleer, Schoutens (2011b)). Dies kann durch die Zuordnung der jeweiligen CoCos zu den Kapitalschichten going-concern und gone-concern erklärt werden. Jene CoCo-Bonds, die dem going-concern Kapital zugerechnet werden, sollen das Überleben der Bank in einer Krise sicherstellen und führen dazu, dass der CDS der Bank sinkt (Avdjiev et al. (2017)). Dabei ist zu beachten, dass der Einfluss auf den CDS auch von der Grösse und der Relevanz der Bank auf das gesamte Finanzsystem abhängt (Avdjiev et al. (2015)). Goncharenko, Ongena und Raul (2017) hingegen kommen zum Schluss, dass CoCo-Bonds keinen signifikanten negativen Einfluss auf den CDS haben. Es bleibt somit umstritten, inwiefern CoCo-Bonds tatsächlich eine Senkung des CDS auslösen beziehungsweise in welchem Ausmass diese ausfällt.

Ein weiteres Untersuchungsfeld betrifft den Einfluss von CoCo-Emissionen auf das Eigenkapital der Banken. So gibt es in der Theorie einige Ansätze, die eine Änderung der Aktienpreise durch neues Kapital vorhersagen, wie Modigliani und Miller (1958) oder die Pecking Order Theorie von Majluf und Myers (1984). Ammann, Blickle und Ehmman (2017) erklären, dass Aktienpreise nicht zwingend durch eine CoCo-Emission steigen, sondern dass eine Steigerung des Aktienkurses durch deren Design und Ausgestaltung bedingt ist.

Der letzte Teil dieses Kapitels befasst sich mit der Stabilität der Banken und des Finanzsystems, das durch die Emission von CoCo-Bonds verbessert werden sollte. Goncharenko, Ongena und Rauf (2017) kommen dabei zum Schluss, dass Banken, die eher risikofreudig oder tiefer kapitalisiert sind, seltener CoCo-Bonds emittieren. (Goncharenko, Ongena, Rauf (2017))

Im dritten Teil der Arbeit wird der Einfluss von CoCo-Bond Emissionen auf das Eigenkapital der UBS und Credit Suisse (CS) untersucht. Dazu wurde auf die Quartalsberichte der beiden Banken zurückgegriffen, um den Einfluss der CoCo-Bonds auf die verschiedenen Kapitalschichten darzustellen und die Entwicklung der Verlustabsorptionsfähigkeit in Prozent der RWAs aufzuzeigen. Dabei zeigte sich, dass die CS frühzeitig auf CoCo-Bonds setzte. Die UBS folgte dem Vorgehen der CS mit einer zeitlichen Verzögerung von einem Jahr. Es zeigte sich, dass bei beiden Banken die CoCo-Bonds bis ins 3. Quartal 2016 einen massgeblichen Einfluss auf das Erreichen der regulatorischen Kapitalanforderungen hatten. In der Folge haben neue regulatorische Vorschriften die Voraussetzungen geschaffen, die Höhe des erforderlichen Verlustabsorptionskapitals auch über andere Bail-in Instrumente zu erfüllen. (Schweizerischer Bundesrat (2016a))

Die Emission von CoCo-Bonds hat den Banken geholfen, die durch Basel 3 und den Swiss Finish gestiegenen Anforderungen an das Eigenkapital zu erfüllen, wie im dritten Teil der Arbeit dargestellt wurde. Der in den letzten Jahren beobachtete Rückgang zusätzlicher Emissionen wirft jedoch die Frage auf, ob CoCo-Bonds für die Banken auch in Zukunft noch die gleiche Rolle spielen werden wie in der Vergangenheit.