

De toekomst voor CoCo-obligaties

CoCo's zijn een recente financiële innovatie die sinds de financiële crisis snel aan populariteit heeft gewonnen. Een CoCo is verhandelbaar schuld papier dat voorwaardelijk omzetbaar is naar kapitaal of kan worden afgeschreven. Een beschouwing van de kenmerken en het gebruik van CoCo's biedt inzicht onder welke voorwaarden deze een bijdrage leveren aan de stabiliteit van het financiële stelsel. Cruciaal blijkt dat de trigger waarbij het schuld papier wordt omgezet in kapitaal dan wel wordt afgeschreven hoog genoeg is zodat CoCo's het verlies absorberen voordat de bank insolvent is.

trigger bepaalt het conversie-moment waarop het schuld papier wordt omgezet naar aandelen of wordt afgeschreven via het afschrijvingsmechanisme. De afschrijving kan betrekking hebben op de volledige of gedeeltelijke schuld. Ook kan de afschrijving van tijdelijke aard zijn.

Ten derde, er zijn going-concern- en gone-concern-CoCo's. Bij going-concern vindt de conversie naar aandelen of afschrijving plaats voordat de bank insolvent is. Dit zijn herstel-instrumenten (met een 'hogere' trigger), omdat ze verliesabsorberend zijn voordat een bankresolutie plaatsvindt. Gone-concern-CoCo's zijn resolutie-instrumenten die verlies dragen bij een bankresolutie. Dit zijn CoCo's met dusdanig 'lage' triggers dat ze alleen worden geactiveerd op het moment van een bankresolutie. Het is vooral zinvol om te kijken naar going-concern-CoCo's. In vergelijking met gone-concern-CoCo's vergroten going-concern-CoCo's al in een eerder stadium de weerbaarheid van banken omdat de trigger afgaat voordat de bank insolvent is.

MARTIJN BOERMANS

Beleidsmedewerker bij De Nederlandse Bank

SÎNZIANA PETRESCU

Beleidsmedewerker bij De Nederlandse Bank

RAZVAN VLAHU

Econoom bij De Nederlandsche Bank

Naar aanleiding van vernieuwde regelgeving rondom kapitaalvereisten en de toenemende uitgiftes van *contingent convertible capital instruments* (CoCo's) door Europese banken, is dit schuld papier het middelpunt van discussie geworden onder academici, beleidsmakers en toezichthouders.

CoCo's zijn een vorm van verliesabsorberend schuld papier met een aantal kenmerken (figuur 1). Ten eerste, CoCo's moeten contractueel een conversie-clausule bevatten met een zogenaamde trigger. Deze trigger kan mechanisch afgaan of discretionair door de toezichthouder worden geactiveerd. Mechanische boekwaardetriggers zijn doorgaans gebaseerd op de hoeveelheid eigen vermogen ten opzichte van de naar risico gewogen activa van een bank en mechanische marktwaardetriggers zijn vaak gekoppeld aan de aandelenkoers van de bank.

Ten tweede, in principe gaat de trigger af indien de bank door een bepaald niveau van de kapitaalbuffer heen zakt. De

GROEIENDE COCO-MARKT IN EUROPA

Sinds de eerste plaatsing door Lloyds Banking Group in november 2009 zijn de jaarlijkse uitgiftes van CoCo's sterk gestegen (figuur 2). Inmiddels hebben ruim twintig Europese banken bijna honderd CoCo-uitgiftes gedaan. Met name de laatste twee jaar plaatsten Europese banken veel CoCo's. In de eerste helft van 2014 bereikten de uitgiftes een recordbedrag van 28 miljard euro. Ook de totale uitstaande waarde van CoCo's bereikte in de eerste helft van 2014 een recordhoogte van 78 miljard euro. De verwachting is dat het aantal CoCo-emissies verder toeneemt (BIS, 2013; FT, 2014).

De meeste CoCo's zijn uitgegeven door Britse en Zwitserse banken (figuur 3). In 2013 hebben met name banken in Denemarken, Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje kapitaal opgehaald met de plaatsing van CoCo's. In Nederland heeft alleen de Rabobank CoCo's uitstaan (4,2 miljard euro).

De Rabobank was in 2010 de eerste bank ter wereld die een CoCo met een afschrijvingsmechanisme plaatste, in plaats

van een CoCo met een conversiemechanisme naar aandelen. Dit was noodzakelijk omdat een coöperatie als Rabobank geen aandelen uitgeeft en dus ook geen aandelenconversie kan doen. Dit is ook van toepassing op banken die in staatshanden zijn. Recent is de populariteit van CoCo's met een *tijdelijk* afschrijvingsmechanisme toegenomen. Na het triggeren van deze CoCo's bestaat de mogelijkheid van bijschrijving als de bank weer gezond is. Het (tijdelijke) afschrijvingsmechanisme heeft ook de voorkeur bij beleggers omdat dit beter aansluit op het mandaat van investeerders in obligaties. De meeste Europese banken hebben CoCo's uitgegeven waarbij de schuld kan worden afgeschreven, met uitzondering van diverse banken in Spanje en het Verenigd Koninkrijk die hebben gekozen voor CoCo's met een conversie-clausule naar aandelen.

Een verklaring voor de golf aan uitgiftes van CoCo's is dat beleggers door de relatief lage rentes op obligaties op zoek zijn naar instrumenten met een hoger rendement en bereid zijn extra risico te dragen: *search for yield*. Het effectief rendement op CoCo's lag eind 2013 op 8,3 procent ten opzichte van 6 procent op andere 'high yield'-obligaties. Ultimo 2013 heeft de Bank of America Merrill Lynch een aparte CoCo-index opgesteld, waarbij eind augustus 2014 het gemiddelde rendement op CoCo's zo'n zeven procent bedroeg. Het is de vraag of het uitgeven van CoCo's door de *search for yield* niet te goedkoop is geworden waardoor beleggers extra risico's lopen.

TOENAME VAN COCO'S DOOR NIEUWE REGELGEVING

De sterke toename van uitgiftes de afgelopen jaren is grotendeels toe te schrijven aan nieuwe regelgeving met betrekking tot de kapitaaleisen van banken, vastgesteld in het akkoord van Basel III. Ook zijn er signalen dat Europese banken hun kapitaalposities versterken met de uitgifte van CoCo's in de aanloop naar de *asset quality review* (AQR) van de Europese Centrale Bank (ECB) en de stresstesten van de Europese Bankenautoriteit (EBA) (FT, 2014; Bloomberg, 2014).

Basel III stelt hogere eisen aan de omvang en de kwaliteit van het risicodragende kapitaal. Binnen dit akkoord is een nieuwe kernkapitaalstructuur ontstaan waarbij het kernkapitaal (CET1) kan worden aangevuld met aanvullend tier 1-kapitaal (AT1). De Zwitserse centrale bank heeft besloten dat grote banken hun kapitaalbuffers extra moeten versterken met verliesabsorberende effecten, bovenop de minimumvereisten onder Basel III (SNB, 2010). Ook de Britse centrale bank is een voorstander van CoCo's om de kapitaalpositie van het bankwezen te versterken (Haldane, 2011).

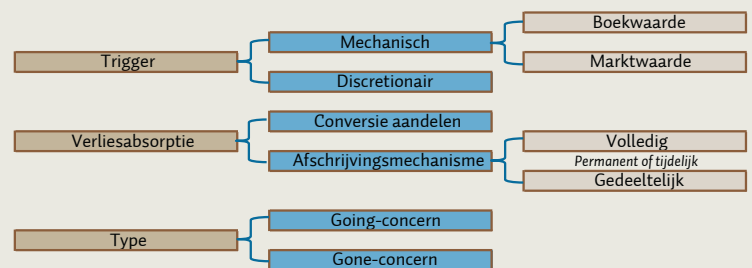
De Europese Kapitaalvereistenverordening (CRR) biedt expliciet ruimte voor CoCo's als aanvullend bankenkapitaal. De CRR schrijft banken voor om het moment van conversie vroegtijdig te kiezen voordat de solvabiliteitsproblemen onomkeerbaar zijn geworden. Op deze wijze functioneren CoCo's als een extra buffer. Going-concern-CoCo's moeten eeuwigdurend (perpetual) zijn. De minimumtrigger voor AT1-instrumenten in de CRR ligt op 5,125 procent (CET1 ten opzichte van naar risico gewogen activa).

Het aanvullend kapitaal heeft altijd een voorwaardelijk karakter en dus zijn alle AT1-schuld papier-instrumenten CoCo's. AT1-instrumenten tellen ook mee voor het berekenen van de *leverage ratio*, ofwel het balanstotaal (ongewogen activa) van een bank ten opzichte van het eigen vermogen. Als een bank 10 miljard euro eigen vermogen heeft en 400

miljard euro uitleent, dan is de leverage ratio vier procent. De leverage ratio geeft aan hoe groot de hefboom van een bank is en geeft een grove indicatie van de mate van schuldbouw. Het feit dat CoCo's als bankkapitaal met het eigen vermogen meewegen maakt ze een interessant instrument om de leverage ratio te verbeteren.

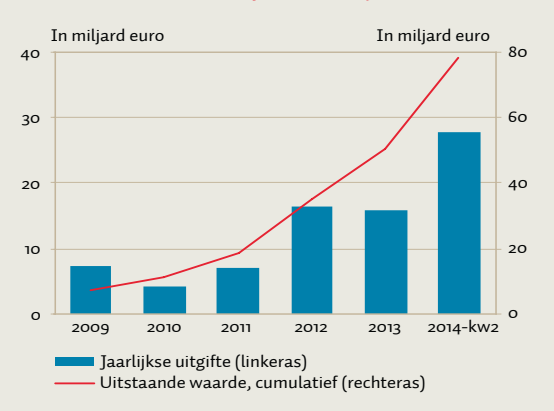
Schematische weergave van de kenmerken van CoCo's

FIGUUR 1



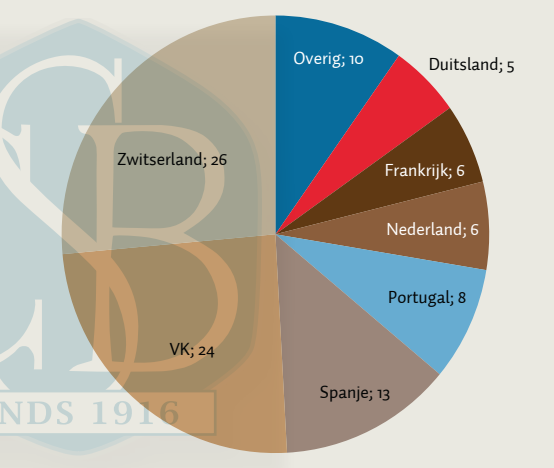
Jaarlijkse uitgiftes en omvang van CoCo's in Europa, in miljard euro

FIGUUR 2



Aandeel CoCo's per Europees land, in procenten

FIGUUR 3



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

Het verbeteren van de leverage ratio kan ook middels de uitgifte van eigen vermogen (aandelen); dit laatste is echter doorgaans duurder dan de uitgifte van schuldpapier. Flanery (2014) geeft aan dat het voor Europese banken vanuit kosten oogpunt optimaal is om ten minste 1,5 procent van het naar risico gewogen balanstotaal te voldoen met CoCo's. Omdat de rentebetalingen op CoCo's in de meeste landen ook aftrekbaar zijn voor de belastingen, is deze vorm van kapitaalversterking goedkoper dan de uitgifte van aandelen. In Nederland is er nog geen formeel besluit genomen over de aftrekbaarheid van couponbetalingen op CoCos. De laatste reactie van het Ministerie van Financiën stemt van 16 december 2013, waarin zij voornemens is een gelijk speelveld te creëren en een regeling rondom de fiscale aftrekbaarheid van AT1 CoCos te regelen. Daarnaast zijn er andere belemmerende elementen verbonden aan het plaatsen van nieuwe aandelen die uitgiftes van CoCo's voor de bank aantrekkelijk maken, zoals de verwatering die ontstaat voor zittende aandeelhouders. Een invulling van de 1,5 procent van het naar risico gewogen balanstotaal met CoCo's impliceert nieuwe uitgiftes van Nederlandse CoCo's van circa 16,5 miljard euro (Hebbink *et al.*, 2014).

Door de komst van de richtlijn aangaande bankherstel en resolutiemaatregelen (BRRD) is de marktverwachting dat banken meer CoCo's gaan uitgeven. In de BRRD geldt dat wanneer een bank in problemen komt er eerst acht procent van de totale passiva dient te worden afgeschreven voordat zij onder voorwaarden steun vanuit het resolutiefonds ontvangt. Tevens schrijft de BRRD een laag met bail-in-instrumenten voor, qua omvang nog nader te bepalen. CoCo's kunnen worden gerekend tot deze 'bail-in-laag' omdat de obligatiehouders meebetalen bij de afwikkeling van een bank. Als het in snel tempo slecht gaat met een bank, vallen zowel going concern- als gone concern-CoCo's onder de bail-in-bare schuldinstrumenten. In het algemeen zorgen CoCo's voor een extra

beschermingswal tussen de overige bail-in-bare schuldinstrumenten en senior obligatiehouders (en depositohouders).

COCO'S ZIJN GEEN PANACEE

CoCo's zijn complexe instrumenten met een aantal aandachtspunten. Een eerste aandachtspunt is de potentiële marktverstoringende werking van de conversie-clausule. De prijs van de aandelen kan namelijk onder druk komen doordat houders van CoCo's bij een dergelijke conversie hun posities uitsluitend kunnen indekken met short-posities. Als CoCo's een significant deel van de bankbalans uitmaken kan dat leiden tot een neerwaartse spiraal van grote verkopen (De Spiegeleer en Schoutens, 2013). De academische literatuur wijst op mogelijke *fire-sales* wanneer beleggers geen onderscheid maken tussen CoCo's van verschillende banken (Goodhart, 2010). Om de spiraalwerking te voorkomen zijn CoCo's met enkel boekwaardetriggers te prefereren, omdat deze niet onderhevig zijn aan koersbewegingen. Zonder discretionaire ruimte en hogere triggers is het nadeel van op boekwaarde gebaseerde triggers dat deze vertraagd worden gepubliceerd en onderhevig zijn aan de interpretatie van boekhoudregels.

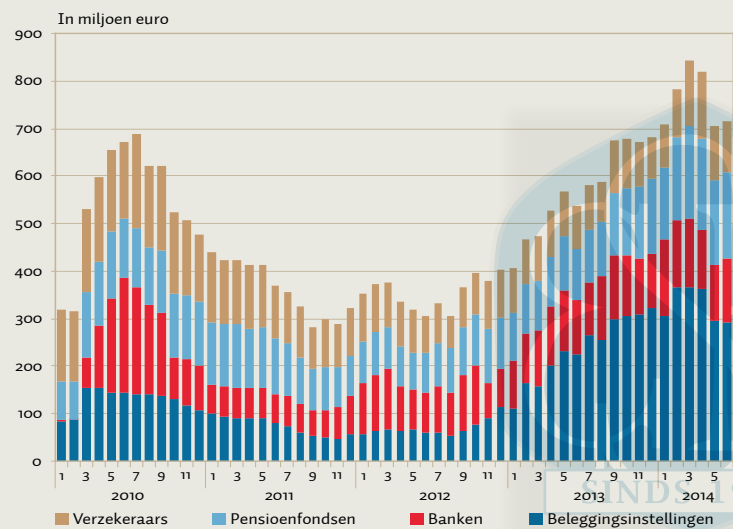
Een tweede aandachtspunt is dat CoCo's alleen preventieve werking hebben wanneer ze worden getriggerd ruim voordat er sprake is van een mogelijke bankresolutie (going-concern). Hiervoor is het van belang dat de triggerniveaus hoog genoeg zijn. Een trigger van 5,125 procent is relatief 'laag', omdat vanuit Basel III een tier 1-kapitaal van zes procent wordt vereist naast overige buffers. Als de kapitaalratio onder de zes procent is gezakt, hebben banken al zulke grote verliezen geleden dat een bankresolutie nabij is. Bij hogere triggers is het gemakkelijker het triggermoment in te prijzen. Bij hogere triggers stijgt de kans op verlies voor de CoCo-houder. Marktpartijen willen een hogere compensatie waardoor het duurder is voor de banken om CoCo's met hogere triggers te plaatsen. Alleen CoCo's met hogere triggers dragen bij aan de continuïteit van de bank.

Een derde aandachtspunt is dat CoCo's extra bescherming voor senior obligatiehouders en voor bepaalde groepen junior obligatiehouders en depositohouders bieden. CoCo-houders absorberen eerder verliezen dan andere obligatiehouders, wat de continuïteit vergroot. Indien een CoCo getriggerd wordt, rijst de vraag hoe niet-verzekerde depositohouders en houders van achtergestelde obligaties zullen reageren. Zij kunnen positief reageren als een CoCo afgaat omdat de omvang van de CoCo-laag mede bepaalt hoeveel risico zij lopen of ze geld aan de bank willen verstrekken. Door het ontwikkelen van bail-in-kapitaal met onder andere going- en gone-concern CoCo's faciliteren CoCo's een bankafwikkeling en dragen ze bij aan financiële stabiliteit. Een gevaar is echter dat deze partijen mede vanwege onbekendheid de conversie als een sterk negatief signaal interpreteren en overgaan tot verkoop van obligaties en opname van deposito's. Dan zorgt conversie/afschrijving juist voor instabiliteit. Banken kunnen in zo'n situatie moeilijker aan nieuwe financiering komen. Tevens kan een conversie of afschrijving van CoCo's van één bank leiden tot een meer algemeen verlies aan vertrouwen in het financiële systeem. Daarom zijn heldere communicatie en algemene voorlichting bij het brede publiek over de werking van CoCo's van belang.

Een vierde aandachtspunt is het discretionaire karakter

Houderschap Europese CoCo's door Nederlandse financiële instellingen

FIGUUR 4



De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

ter van sommige triggers. CRD IV biedt de toezichthouder ruimte om in te grijpen wanneer de kapitaalpositie van een bank dit vereist. De besluitvorming bij toezichthouders rondom het 'triggeren' van CoCo's kan de onzekerheid vergroten en het ingrijpen verschilt mogelijk per toezichthouder. Daarom is er vanuit de toezichthouders een duidelijk beleid nodig inzake het discretionair triggeren van going-concern-CoCo's.

Een vijfde aandachtspunt is dat het voor beleggers moeilijk te bepalen is waar ze in de kapitaalhiërarchie vallen. Er zijn situaties waarbij de CoCo-houder verlies lijdt, terwijl de aandeelhouder nog een claim op de activa kan handhaven. Echter, doorgaans zal de aandeelhouder wel eerst de grootste verliezen voor zijn rekening nemen. Als de CoCo een trigger van 5,125 procent heeft, dan moet de bank al aanzienlijke verliezen hebben geleden. Dit heeft ook consequenties voor de disciplinerende werking, welke wordt verschoven van de aandeelhouder naar de CoCo-houder. Dit kan tot risicovoller gedrag van de bank leiden (Kozioł en Lawrenz, 2012). Maar CoCo's kunnen juist disciplinerend werken, ten eerste omdat de CoCo-houders een sterke prikkel hebben het risicovolle gedrag van de bank te monitoren en ten tweede omdat banken bij het triggeren hun eigen financieringsmogelijkheden op het spel zetten (Maes en Schoutens, 2012).

Een laatste aandachtspunt is dat er nog geen vergaande beperkingen zijn voor het houderschap van CoCo's. Financiële instellingen kunnen in elkaars CoCo's investeren (cross-holdings) en daarmee systeemrisico's creëren. Met cross-holdings neemt de verliesabsorberende capaciteit van het systeem niet toe. Net als met beleggingen in aandelen van financiële instellingen geldt bij CoCo's dat indien er een conversie plaatsvindt en financiële instellingen grote CoCo-posities aanhouden, er druk ontstaat op de financiële stabiliteit met de CoCo's als besmettingskanaal (Zhou *et al.*, 2012). De CRR bevat wel expliciete aftrekposten van het CET1-, AT1- en T2-kapitaal van een instelling met betrekking tot investeringen in vergelijkbare instrumenten uitgegeven door andere financiële instellingen die cross-holdings ontmoedigen. CRR bevat een aftrekpost voor cross-holdings als daarmee wordt geprobeerd artificieel het eigen vermogen van de bank te verhogen. Aan het einde van het tweede kwartaal van 2014 belegden Nederlandse financiële instellingen ruim 700 miljoen euro in CoCo's van Europese banken, waarvan 130 miljoen euro wordt aangehouden door Nederlandse banken (figuur 4). Daarmee lijkt het besmettingsgevaar voor Nederlandse financiële instellingen momenteel laag.

CONCLUSIE

De search for yield en de verscherpte kapitaalvereisten hebben geleid tot een golf van CoCo-uitgiftes. Banken gebruiken CoCo's om hun kapitaalpositie te versterken, de leverage ratio te verbeteren en senior obligatiehouders te beschermen tegen een bail-in. CoCo's leveren een bijdrage aan de financiële stabiliteit onder voorwaarden dat banken niet grootschalig in elkaars CoCo's investeren en CoCo's hoge triggers hebben gebaseerd op boekwaarde. Met het voorwaardelijke conversie- en afschrijvingsmechanisme versterken CoCo's de kapitaalpositie in een bankencrisis en beperken ze de eventuele maatschappelijke bail-out-kosten bij een bankresolutie.

Op het moment van schrijven is er nog geen CoCo omgezet of afgeschreven waardoor de vraag onbeantwoord

blijft hoe de financiële markten in brede zin reageren op een trigger-moment en wat de werkelijke effecten van deze instrumenten zijn. Er is sprake van een groeiende acceptatie en standaardisatie van het instrument, al blijft het moeilijk om de risico's van CoCo's in te schatten.

CoCo's hebben een bufferfunctie en maken banken in beginsel weerbaarder ten tijde van crises. CoCo's lijken daarmee op aandelenkapitaal. CoCo's versterken de kapitaalpositie wanneer het slecht gaat, terwijl de marktwaarde van aandelen dan afneemt. Het verschil met gewone aandelen is dat CoCo's een de kapitaalpositie versterken wanneer het slecht gaat terwijl aandelen dan juist in waarde afnemen. Fiscaal gezien zijn de couponbetalingen in de meeste landen (waaronder niet Nederland) aftrekbaar en dividendbetalingen niet, waardoor het goedkoper is om met de uitgifte van CoCo's het bankkapitaal te versterken, in plaats van met een aandelenemissie. De belangrijkste kapitaalbuffer blijft het eigen vermogen, maar CoCo's met een 'hoge' trigger (ruim boven de 5,125 procent) hebben ook een extra verliesabsorberende werking die bijdraagt aan de continuïteit van de bank.

Het is van belang dat banken kapitaal ophalen in de vorm van going-concern (met hoge triggers) en niet alleen door middel van gone-concern (met lagere triggers). Herstel-instrumenten zullen een triggerniveau hebben dat wordt geraakt voordat solvabiliteitsproblemen zich voordoen, zodat deze CoCo's automatisch de bank herkapitaliseren (going-concern). Gezien de kapitaalvereisten uit Basel III is een trigger van 5,125 procent relatief 'laag', omdat er een tier 1-kapitaal van zes procent wordt vereist. Banken zullen al grote verliezen hebben geleden alvorens het tier 1-kapitaal tot onder de zes procent is gezakt.

LITERATUUR

- BIS (2013) CoCos: a primer. *BIS Quarterly Review*, september.
- Bloomberg (2014) CoCo market seen swelling to \$80 billion on bank's review. Nieuwsbericht op www.bloomberg.com, 3 september.
- De Spiegeleer, J. en W. Schoutens (2013) Multiple trigger CoCos: contingent debt without death spiral risk. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 22(2), 129–141.
- FT (2014) European banks raise capital ahead of stress tests. *Financial Times*, 3 juli.
- Flannery, M.J. (2014) Contingent capital instruments for large financial institutions: a review of the literature. *Annual Review of Financial Economics*, 6(1).
- Goodhart, C.A.E. (2010) Are CoCos from cloud Cuckoo-Land? *Opinie op vox.eu.org*.
- Haldane, A.G. (2011) *Capital discipline*. Speech bij de American Economic Association, Denver.
- Hebbink, G.E., J.M. Kruidhof en J.W. Slingenberg (2014) Kredietverlening en bancaire kapitaal. *DNB Occasional Studies*, 12(3).
- Kozioł, C. en J. Lawrenz (2012) Contingent convertibles: solving or seeding the next banking crisis. *Journal of Banking and Finance*, 36(1), 1–320.
- Maes, S. en W. Schoutens (2012) Contingent capital: an in-depth discussion. *Economic Notes*, 41(1–2).
- Zhou, J., V. Rutledge, W. Bossu *et al.* (2012) From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions. *IMF Staff Discussion Note*, 12(3).