



# Rentenmonitor

23. März 2023

## Additional Tier 1 Anleihen: Die Unterschiede liegen im Detail

Der Verkauf der Credit Suisse an die UBS ist der dramatischste Moment im globalen Bankgeschäft seit der Finanzkrise von 2007-08. Er hat auch die Reformen ins Rampenlicht gerückt, die das globale Finanzsystem in den letzten 15 Jahren durchlaufen hat. Angesichts erhöhter Volatilität, gestiegener Zinsen und der Ungewissheit über das weitere Vorgehen der Notenbanken, nehmen wir daher die aktuelle Ausgabe dieses Formats zum Anlass, die Kapitalstruktur der Banken genauer unter die Lupe zu nehmen.

Seit der letzten Krise haben die Aufsichtsbehörden versucht, einen größeren Teil des Risikos eines systemischen Bankzusammenbruchs von den Einlegern auf die Anleihegläubiger zu übertragen. Auf diese Weise sollten die Bilanzen der Banken gestärkt und Ansteckungseffekte zwischen den Banken oder die Notwendigkeit steuerfinanzierter Rettungsmaßnahmen vermieden werden. Angesichts der aktuellen Übernahme der Credit Suisse ist dieses Ziel auch teilweise erreicht und zwar durch die komplette Abschreibung aller ausstehenden 17 Mrd. Euro an Additional-Tier-1 (AT1) Anleihen, noch vor dem Verlust des Eigenkapitals der Aktionäre. Dies eröffnet nun Kontroversen über die bisherige Hierarchie an Forderungen innerhalb der Kapitalstruktur von Banken, denn normalerweise haften zuerst die Aktionäre einer Bank. Als Erbe der europäischen Schuldenkrise sind AT1 Anleihen zwar die unterste Stufe der Bankschulden, jedoch erst nach dem haftenden Eigenkapital. In der Schweiz, die nicht unter die Aufsicht der EZB fällt, wurde diese Reihenfolge im Zuge der Übernahme der Credit Suisse nun übergangen.

## Hintergrund

Eigenkapital ist die Grundlage der Bankenregulierung. Im Kern existieren Banken, um Geld zu beschaffen und dies anschließend zu verleihen. Als solche müssen Banken für dieses Kreditrisiko kompensiert werden. Gleichzeitig erfüllen die Banken eine wichtige Rolle für Sparer als Ort der Geldaufbewahrung, dabei sind nicht alle Kreditgeber einer Bank bereit Verluste zu übernehmen, wenn die Bank in Schwierigkeiten gerät. In Zuge dessen finanzieren sich die Banken im Wesentlichen über die folgenden Anleihekategorien (in absteigender Reihenfolge des Risikos):

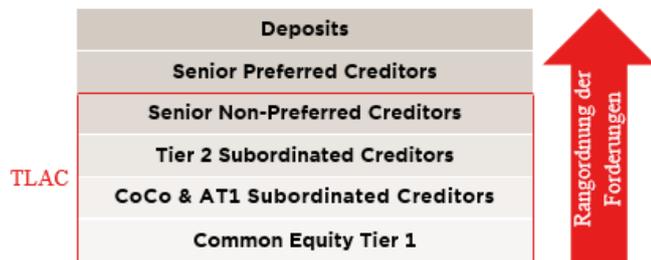
- (a) AT1/CoCos
- (b) T2
- (c) Senior non-preferred ("Senior TLAC")
- (d) Senior preferred

Die Kategorien (a)-(c) fallen unter die *Total Loss-Absorbing Capacity* (TLAC) und/oder die Mindestanforderung für Eigenmittel in der Europäischen Union. Diese dienen als Kapitalpuffer für Banken und geraten als erstes unter Druck bei Kapitalengpässen. Die Grafik auf der nächsten Seite zeigt die Rangordnung der Ansprüche die normalerweise für Gläubiger gilt.

Wie bei anderen Wertpapieren auch bieten die Kapitalinstrumente der Banken ein unterschiedliches Maß an Risiko und Ertrag. Abgesehen davon, dass man mit der Bonität einer Bank vertraut sein sollte, gilt es auch die strukturellen Merkmale einer Emission sowie deren Seniorität, Verlängerungsrisiken oder Kuponausstattungen zu

# Konjunktur und Strategie

beachten. Dies gilt besonders für entsprechende AT1-Instrumente im momentanen Marktumfeld.



Quelle: BNP Paribas Wealth Management

## Funktionsweise

AT1-Anleihen, auch CoCos (Contingent Convertible Bond) genannt, sind im Wesentlichen eine Kreuzung aus Anleihen und Aktien, die Banken helfen, ihr Kapital zu stärken, um den Eigenkapitalvorschriften zu entsprechen. Wie ihr Name verspricht besitzen sie zwei Eigenschaften. Einerseits sind sie bedingt (contingent) in dem Sinne, dass sich ihr Status ändern kann, wenn das Kapital einer Bank unter ein bestimmtes Niveau fällt. Andererseits sind sie wandelbar (convertible), weil sie in vielen Fällen in Eigenkapital - Aktien der Bank - umgewandelt werden können, wenn die Unterdeckung zu groß wird. In anderen Fällen können CoCos auch abgeschrieben werden - ganz oder teilweise.

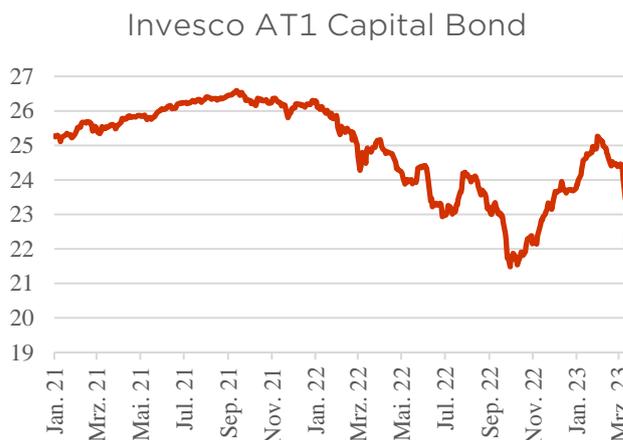
AT1-Anleihen weisen drei grundlegende Merkmale auf. Das erste und wichtigste Merkmal ist der Verlustabsorptionsmechanismus, der "ausgelöst" wird, wenn die Kernkapitalquote der emittierenden Bank unter einen vorher festgelegten Schwellenwert fällt. Sobald dieser Schwellenwert erreicht ist, werden die Anleihen automatisch in Eigenkapital umgewandelt oder vollständig abgeschrieben. Zweitens verlangen Aufsichtsbehörden, dass das Bankkapital dauerhaft ist, sodass AT1-Anleihen keine Endfälligkeit haben, sondern mit Genehmigung der Aufsichtsbehörden gekündigt werden können. AT1-Anleihen haben in der Regel eine "Non-Call"-Periode von fünf bis zehn Jahren, nach der die Anleger im Allgemeinen erwarten, dass der Emittent die AT1-Anleihen kündigt und durch eine Neuemission ersetzt. Drittens sind AT1-Kuponzahlungen nicht kumulativ und diskretionär. Ausbleibende Zahlungen belasten daher die Bank nicht, und eine Nichtzahlung wird auch nicht als Ausfall oder Kreditereignis betrachtet.

Die erste Eigenschaft kam vergangenes Wochenende im Falle der Credit Suisse zum Tragen. Um das Kernkapital

zu erhöhen wird eine „vollständige Abschreibung“ der AT1-Anleihen der Bank ausgelöst, schreibt die Schweizer Finanzaufsicht FINMA in einer Erklärung auf ihrer Website. Laut Bloomberg hatte die Holdinggesellschaft des Schweizer Kreditgebers zu diesem Zeitpunkt 13 CoCos in einem Gesamtwert von 17,3 Milliarden Dollar ausstehen. Aktionäre hingegen bekamen hingegen noch 0,76 Franken pro Anteilsschein – insgesamt 3,2 Milliarden Dollar.

## Kontroversen

Diese Anomalie sorgt für Ärger bei Investoren. Denn in dem gerade beschriebenen Fall wurden Aktionäre „höhergestellt“, als die Gläubiger der Anleihen. In den Worten einiger Investoren schien dies ein "offensichtlicher Verstoß gegen die Hierarchie der Ansprüche" zu sein. Eine Sorge die den ganzen 275Mrd. USD schweren AT1-Anleihemarkt in Mitleidenschaft zog.



Quelle: Bloomberg

Es stellte sich jedoch heraus, dass die Schweiz eine Ausnahme in dieser Hinsicht darstellt, denn keine andere europäische Bank verfügt ansonsten über derartige Klauseln, die eine vollständige Abschreibung der AT1-Anleihen bei gleichzeitiger Erhaltung des Eigenkapitals für Aktionäre ermöglicht. Die Europäische Bankenaufsichtsbehörde, der die Schweiz nicht angehört, sagte in einer Erklärung, dass "Eigenkapitalinstrumente die ersten sind, die Verluste absorbieren und erst nach ihrer vollständigen Ausschöpfung würde das zusätzliche Kernkapital abgeschrieben werden müssen".

## Fazit

Die Entscheidung, die Marktkonvention in Bezug auf die Haftungskaskade zu ignorieren, versetzte dem gesamten

AT1 Markt einen nachhaltigen Schlag. Jedoch reagierten die EZB und die Bank of England relativ zeitnah und stellten klar, dass die Verlustbeteiligung in der EU in der Vergangenheit stets auf Basis der bestehenden Haftungskaskade erfolgt sei und dies auch in Zukunft der Fall sein werde. Eine Sicht die von Investoren begrüßt wurde und für Entspannung an den Märkten sorgte. Dagegen dürften sich die Schweizer Aufsichtsbehörden mit Klagen von AT1 Investoren konfrontiert sehen. Damit kann Entwarnung gegeben werden für Jurisdiktionen außerhalb der Schweiz. Dennoch verbleiben AT1 Anleihen auf der zweit untersten Stufe der Haftungskaskade, kompensieren dafür aber auch mit attraktiveren Prämien.

## Rentenbarometer

	<b>Aktuelle Positionierung</b>
<b>Duration</b>	(noch) short
<b>Länderallokation Staatsanleihen</b>	neutral
<b>Kurve</b>	kurzes Ende präferieren
<b>Pfandbriefe/Covered Bonds</b>	attraktive Alternative zu Staatsanleihen
<b>IG Unternehmensanleihen</b>	übergewichten vs. Staatsanleihen
<b>High Yield Unternehmensanl.</b>	kurzes Ende interessant
<b>IG Financials</b>	neutral
<b>Nachrangnanleihen</b>	taktisch untergewichten
<b>Schwellenländeranleihen</b>	neutral

## Wichtige Daten in den nächsten Wochen

- 23.03. USA: Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, Chicago Fed National Activity Index, Neubauverkäufe, Kansas City Fed Index
- 24.03. D/Eurozone: S&P Global Einkaufsmanagerindex
- 24.03. USA: Auftragseingang langlebige Wirtschaftsgüter, S&P Global Einkaufsmanagerindex
- 27.03. D: Ifo-Geschäftsklimaindex
- 27.03. Eurozone: Geldmenge M3
- 27.03. USA: Dallas Fed Index
- 28.03. USA: Verbrauchervertrauen Conference Board, Richmond Fed Herstellerindex
- 29.03. D: GfK Verbrauchervertrauen
- 29.03. USA: Schwebende Hausverkäufe
- 30.03. D: Verbraucherpreise
- 30.03. Eurozone: Verbraucher- und Wirtschaftsvertrauen
- 30.03. USA: Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe, BIP Q4, PCE-Kernrate
- 31.03. D: Arbeitsmarktbericht
- 31.03. Eurozone: Verbraucherpreise
- 31.03. USA: Private Einkommen, Konsumentenausgaben, Chicago Einkaufsmanagerindex

Martin Hasse  
+49 40 32822411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 32822439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Nils Essmann  
+49 40 32822135  
nessmann@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 32822452  
rhaller@mmwarburg.com

Carsten Klude  
+49 40 32822572  
cklude@mmwarburg.com

Simon Landt  
+49 40 32822401  
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.