IM_3_2016_CMS-Linker_Stresstest2_XXXk_g 19.09.2016 15:33 Seite 158

Asymmetrisches Risikoprofil

Alte Bankanleihen der Kategorie „Junior Subordinated" fristeten zu lange ein Schattendasein am Rentenmarkt. Der Call einer Erste-Bank-Emission von 2004 deckt das Potenzial der **CMS-Linker** auf.

Die meisten von ihnen sind seit mehr als zwölf Jahren am Markt und stammen somit noch aus einer Bankenwelt, die in Ordnung war. Die Geschäftsmodelle funktionierten, die Regulierung war locker, und zur Kapitalstärkung war es ausreichend und von den Aufsichten akzeptierte Praxis, Tier-1-Anleihen ohne Verlustteilnahme des Nominalkapitals zu begeben – nur der Kupon stand hier im Risiko. Die Ausgestaltung der Emissionen war in vielen Punkte ähnlich. So gab es etwa viele ewige Anleihen mit Kündigungsrechten nach zehn Jahren, die mit einem zum Emissionszeitpunkt verlockend hohen Fixzinskupon starteten und dann zu einem Constant-Maturity-Swap-(CMS)Floater mit tourlicher Kündigungsmöglichkeit mutierten. Damit wurde der Kupon im Quartals-, Halbjahres- oder Jahreszyklus an den Zehn-Jahres-Swapsatz gekoppelt. Die meisten der zu Floatern mutierten Emissionen sind beim Kupon mit einem Cap in einer Bandbreite zwischen acht und zehn Prozent ausgestattet. Diese Konstruktionen werden unter dem Begriff CMS-Linker zusammengefasst und wurden sehr oft renditehungrigen Kleinanlegern, aber auch institutionellen Investoren angeboten, die an anziehende Inflationsraten und/oder steilere Zinskurven in der Zukunft glaubten.

Das Kleingedruckte sticht

„Wer glaubt, dass es sich dabei um einen ziemlich homogenen Anleihenblock in einer Nische des Fixed-Income-Marktes handelt, der hat seine Hausaufgaben nicht gemacht", weiß Nicolas Schmidlin zu berichten, der gemeinsam mit seinem Kollegen Marc Profitlich Gründer und Vorstand der unabhängigen und inhabergeführten Fondsberaterboutique ProfitlichSchmidlin AG ist. Im Fokus der Tätigkeit der beiden steht die Identifizierung von Unterbewertungen bei Aktien und eben auch Anleihen. Diese Themen werden dann anhand eigener Prospektrecherchen im mittlerweile bereits 150 Millionen Euro schweren ProfitlichSchmidlin Fonds UI umgesetzt, der auch in einer institutionellen Tranche (ISIN: DE000A1W9A36) verfügbar ist. Die aktuelle Anleihenquote des Fonds beträgt etwas mehr als ein Viertel und beinhaltet zum Teil genau jene CMS-Linker, die die attraktivsten Soft Facts aufweisen. Ob man als Investor eine gute Chance auf eine baldige Rückzahlung zu pari dieser meist bei Kursen um 50 Prozent pendelnden Perpetuals durch eine vorzeitige Kündigung besitzt – oder eben nicht, hängt vom Kleingedruckten in den Prospektbedingungen ab.

» Die Ausstattung der alten Tier-1-Bankanleihen unterscheiden sich im Detail doch beträchtlich. «

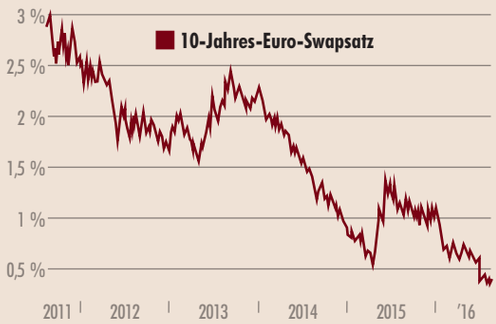
Marc Profitlich, Vorstand und Mitgründer der ProfitlichSchmidlin AG, Köln

Es ist die Übergangsregelung (Grandfathering) für das Phasing-out, wonach alte Tier-1-Bankanleihen ihren Status der Anrechenbarkeit auf das Kernkapital bis 2021 peu à peu in Zehnprozentschritten verlieren, die cleveren Investoren wie Profitlich und Schmidlin Chancen eröffnet. Sie bewirkt, dass diese theoretisch eigentlich unendlich lang laufenden Papiere – zumindest aus regulatorischer Sicht – ein Enddatum erhalten. Da den Banken bei der Ausgestaltung ihrer Tier-1-Anleihen relativ viel Spielraum eingeräumt wurde, existiert heute ein facettenreiches Universum entsprechender Papiere. Schmidlin: „Variabel verzinsliche Tier-1-Anleihen sind eine dieser Ausprägungen und im aktuellen Umfeld aus unserer Sicht besonders interessant."

CMS-Linker sind in der Regel wie folgt strukturiert: Sie besitzen eine unendliche Laufzeit und eine erste Kündigungsmöglichkeit nach zehn Jahren, danach eine jährliche. Ihr Kupon richtet sich nach dem Zehn-Jahres-Swapsatz zuzüglich eines Aufschlags von wenigen Basis-

Zehn-Jahres-Euro-Swapsatz im Keller

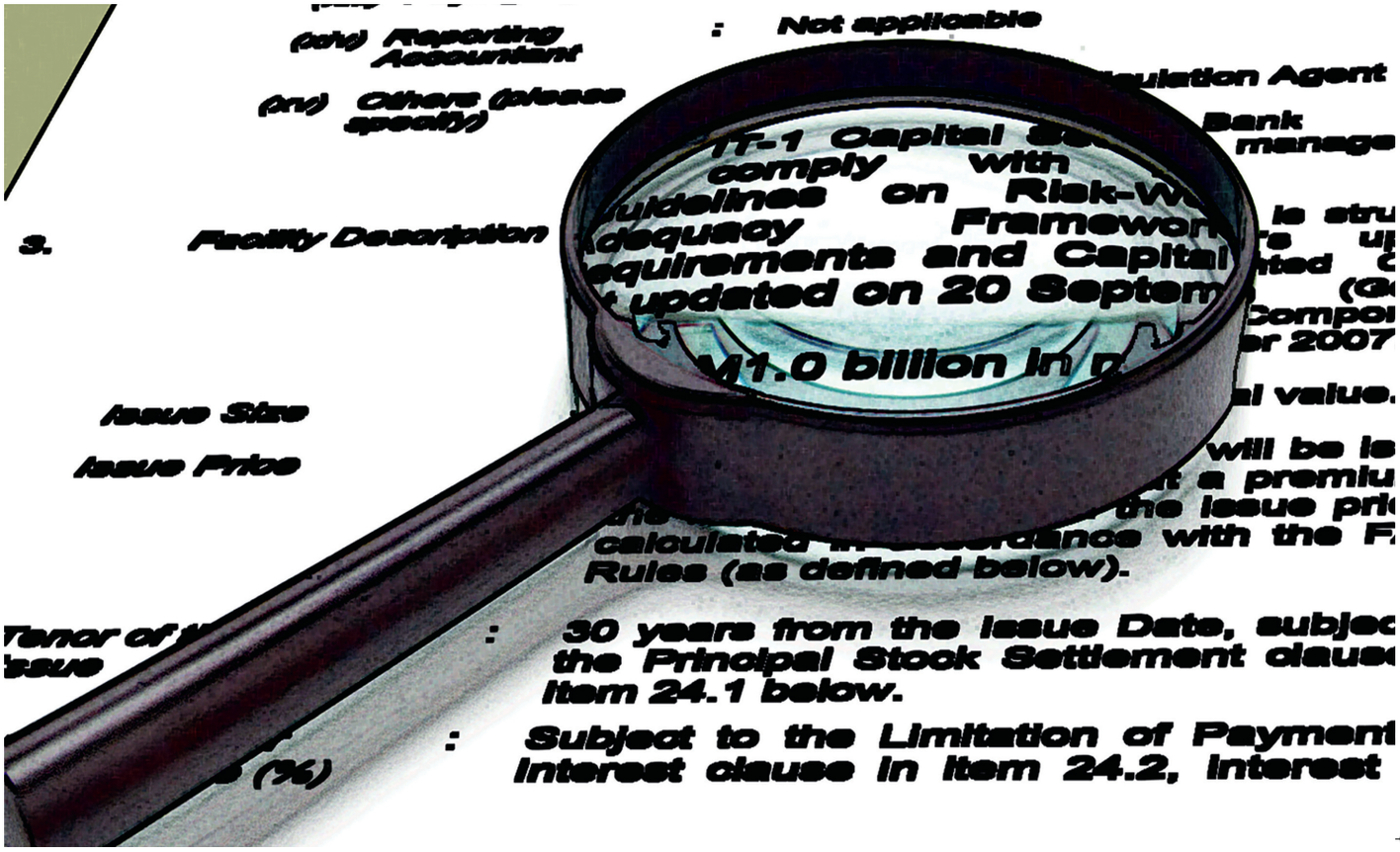
Von drei auf unter ein halbes Prozent abgerutscht



Diese Entwicklung hat die Kurse der CMS-Linker negativ beeinflusst, die ja mittlerweile variabel verzinst sind. Deren tiefe Kupons spiegeln das Kreditrisiko von Banknachrängen nicht korrekt wider, was die tiefen Kurse von weit unter pari bei ungefähr dem halben Nennwert erklärt. **Quelle:** Bloomberg

FOTO: © GMF, PROFITLICHSCHMIDLIN

IM_3_2016_CMS-Linker_Stresstest2_XXXk_g 19.09.2016 15:33 Seite 159

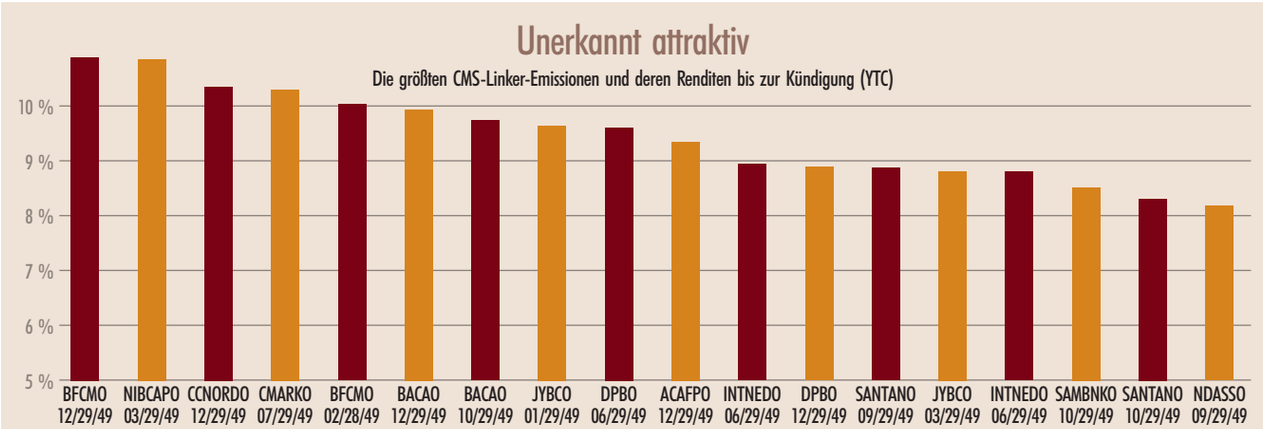


Auf der Suche nach attraktiv gepreisten beziehungsweise unterbewerteten Tier-1-Bankanleihen mit der Chance auf frühzeitige Kündigung ist die „Lupe fürs Kleingedruckte" das wichtigste Werkzeug, nur sorgfältiges Prospektstudium bringt die versteckten Renditeperlen ans Tageslicht.

punkten (CMS steht für Constant Maturity Swap). Weist die Bank einen Verlust aus, gibt es in der Regel einen Kuponverlust, aber keine Verlustteilnahme via Nennwertherabsetzung des Anleihenominales infolge des geschrumpften Buchwertes.

Ungeliebte Underdogs

Diese Altanleihen notieren aktuell zu Kursen zwischen 50 und 55 Prozent des Nennwerts, was insbesondere auf die Kuponformel zurückzuführen ist. Marc Profitlich wird konkret: „Ein gewöhnlicher CMS-Linker bezahlt beispielsweise einen jährlichen Kupon von 20 Basispunkten über dem Zehn-Jahres-Euro-Swapsatz. Da Letzterer aktuell bei einem Drittelprozent notiert, ergibt sich insgesamt nur ein Kupon von etwa 0,5 Prozent. Da dieser unmöglich das fundamentale Risiko einer Bank kompensiert, notieren diese Papiere zu entsprechend tiefen Kursen." Tier-1-Anleihen mit hohen Fixkupons notieren aktuell hingegen zumeist über par, obwohl beide in der Kapitalstruktur gleichrangig sind. In den letzten fünf Jahren hat sich der zehnjährige Euro-Swapsatz mit kleineren Unterbrechungen stramm südwärts orientiert *(siehe Grafik „Zehn-Jahres-Euro-Swapsatz im Keller").*



Die Abkürzungen entsprechen den Bloomberg IDs der CMS-Linker. Manchmal sind die Emittenten die Banken selbst, manchmal auch SPVs (Zweckgesellschaften). **Quelle:** Profitlich|Schmidlin

IM_3_2016_CMS-Linker_Stresstest2_XXXk_g 19.09.2016 15:33 Seite 160

Drei Werttreiber

Die Attraktivität der CMS-Linker ergibt sich also aus den regulatorischen Veränderungen, den niedrigen Swapsätzen und den tiefen Kursen der Anleihen. Folgende drei Thesen stellen Schmidlin und Profitlich auf: Erstens scheinen die Märkte aktuell kaum eine Kündigung dieser Papiere ab 2021 einzupreisen, denn sonst müssten die Kurse höher stehen. Zweitens reagieren diese Anleihen positiv auf steigende Zinsen, die zwar vielen weit weg erscheinen, aber einen gewissen Schutz bieten, sollte es doch noch zu einer Zinsnormalisierung kommen. Und last but not least bestehen bei diesen CMS-Linkern gute Chancen auf Rückkäufe durch die Emittenten selbst, weil das für diese angesichts der tiefen Kurse attraktiv ist.

Die Märkte scheinen aktuell kaum eine Kündigung dieser Papiere ab 2021 einzupreisen, wenn sie ihre Anrechenbarkeit auf das Kernkapital verloren haben. Die *Grafik „Unerkannt attraktiv"* zeigt die Rendite jener Anleihen bis zu einer angenommenen Kündigung (yield-to-call – YTC) der größten ausstehenden CMS-Linker-Emissionen im Jahr 2021. Der Mittelwert liegt bei einer Rendite von 9,4 Prozent im Jahr. Dabei sei zu beachten, so Profitlich, dass diese Berechnung keine Erhöhung der langfristigen Zinsen bis 2021 unterstelle: „Vergleicht man diese versprochenen Renditen mit denen von Tier-1-Anleihen mit fixem Kupon oder CoCo-Anleihen, die ein höheres Risiko aufweisen, wird klar, dass im aktuellen Kursniveau europäischer CMS-Linker nur eine geringe Kündigungswahrscheinlichkeit eingepreist ist." Die *Grafik „Unerklärliche Renditedifferenzen"* zeigt die Rendite bezogen auf den nächsten Call von Tier-1-Anleihen mit fixem Kupon und CoCo-Anleihen mit erstem Kündigungsdatum zwischen 2019 und 2023. Im Schnitt zeigen diese Papiere eine Rendite von 6,1 Prozent pro Jahr. Dies überrascht, da die CMS-Linker ja ab Ende 2021 ihre regulatorische Anrechenbarkeit gänzlich verlieren. Selbstverständlich sind diese Papiere weiterhin nicht besonders teuer für die Emittenten, der EZB und ihrer Zinspolitik sei Dank. Jedoch gehe mit einer Nichtkündigung auch ein Reputationsrisiko für die Bank einher, schließlich wollten die Kunden, die seit mehr als einem Jahrzehnt in die Papiere investiert haben, auch einmal das Nominalkapital wiedersehen, meint Schmidlin.

Positiv bei steigenden Zinsen

Die Renditeberechnungen unterstellen weiterhin dauerhaft tiefe zehnjährige Swapsätze, doch sind diese kein Naturgesetz. Von einem möglichen Anstieg der Zinsen in der

Variabel verzinsliche Tier-1-Anleihen europäischer Banken unter dem Mikroskop

Höhere Anforderungen schließen nachrangige Alt-Papiere ohne Verlustteilnahme als Tier-1 aus.

Banken und Versicherungen müssen regulatorische Kapitalanforderungen erfüllen, die in den letzten Jahren sukzessive zugenommen haben, man denke nur an Basel-III- und EZB-Vorgaben respektive an Solvency II bei der Assekuranz. Die Stärkung der Kapitalbasis ist grundsätzlich durch die Ausgabe von Aktien oder die Emission bestimmter Nachranganleihen möglich, die aber qualifizierten Anforderungen genügen müssen, um auf das Haftkapital angerechnet werden zu können. Gegenüber der Aktienausgabe hat die Emission von Nachrängen den unbestreitbaren Vorteil, keine direkte Verwässerung der bestehenden Aktionäre zu verursachen. Zudem sind die Kupons in der Regel steuerlich absetzbar.

Altes Tier-1 meist ohne Verlustteilnahme

Die europäische Bankenaufsicht unterscheidet zwischen verschiedenen nachrangigen Kapitalinstrumenten, eingeteilt in verschiedene Stufen von Tier 1 bis Tier 3. Die dem Eigenkapital ähnlichste und damit risikoreichste Stufe stellt Tier-1-Kapital dar. Diese Papiere mussten vor dem Inkrafttreten der neuen Bankenaufsichtsregelung (Basel III) insbesondere eine unendliche Laufzeit, keine Kündigungsmöglichkeit innerhalb der ersten zehn Jahre sowie die Möglichkeit eines Kuponausfalls (beispielsweise bei Ausweis eines Bilanzverlustes) aufweisen. Nicolas Schmidlin dazu: „Aus heutiger Sicht sind im Hinblick auf diese Anleihen besonders zwei Dinge interessant: Erstens wurde durch die losen Vorgaben des Regulators an Tier-1-Anleihen ein wahrer Wildwuchs an unterschiedlichen prospektrechtlichen Ausgestaltungen geschaffen, wodurch heute kaum eine ‚alte' Tier-1-Anleihe im Detail einer anderen gleicht. Zweitens nahmen vor dem Inkrafttreten von Basel III Tier-1-Anleihen nur selten direkt am ausgewiesenen Verlust einer Bank teil."

Krise mischt die Karten neu

Die in der Finanzkrise erlittenen Verluste mussten daher von den Aktionären – und dem Staat –getragen werden. Kurzum: Alte Tier-1-Anleihen hatten sich in der ihnen angedachten Rolle als „Pufferkapital" als denkbar ungeeignet erwiesen. Denn mangels rechtlicher Rahmenbedingungen nahmen alte Tier-1-Anleihen nur in Ausnahmefällen an den Verlusten der Bankinstitute teil. Heute sieht es anders aus: Es gibt einmal eine europäische Richtlinie, die Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), die einheitliche Abwicklungsregeln für alle Banken in der gesamten EU definiert, sowie den SRM (Single Resolution Mechanism), der die Abwicklungsregeln (aufbauend auf der Abwicklungsrichtlinie) für die Großbanken der Eurozone ausgestaltet und der auch über einen gemeinsamen Fonds zur Finanzierung einer ordentlichen Bankenabwicklung verfügt. Auf nationaler Ebene gibt es z.B. im Deutschland das deutsche Bankenrestrukturierungsgesetz.

CoCos haften stärker

Der Regulator reagierte auf diese Versäumnisse im Zuge der Einführung von Basel III und führte eine neue Klasse wesentlich restriktiveren Nachrangkapitals ein, die sogenannten Contingent-Convertible-(CoCo-)Anleihen, auch Additional Tier 1 genannt. Um den Banken den Übergang in das neue regulatorische Regime zu vereinfachen, dürfen bestehende klassische Tier-1-Anleihen weiterhin als solche angerechnet werden. Marc Profitlich dazu: „Diese klassischen Tier-1-Anleihen verlieren aber vereinfacht gesagt jedes Jahr zehn Prozent Anrechenbarkeit und sind somit ab dem Jahr 2021 als Tier-1-Kapital wertlos."

IM_3_2016_CMS-Linker_Stresstest2_XXXk_g 19.09.2016 15:33 Seite 162

Zukunft sollten die CMS-Linker profitieren, da mit dem anziehenden Zinsniveau auch die Kupons dieser Papiere bis zum Cap steigen werden. Gegen eine galoppierende Inflation bieten aber auch sie keinen effektiven Schutz. Die Forwardkurven, die eine Meinung des Marktes zur künftigen Zinsentwicklung beinhalten, signalisieren allerdings einen leichten Anstieg.

Rückkaufanreiz tiefe Kurse

Die offensichtlich günstige relative Bewertung von CMS-Linkern im Vergleich zu gewöhnlichen Tier-1-Anleihen macht diese Papiere grundsätzlich interessant. Der wichtigste Punkt und potenziell stärkste Werttreiber ist laut Profitlich und Schmidlin jedoch, dass Banken ihre tief notierenden CMS-Linker über Tenderverfahren unterhalb des Nennwerts zurückkaufen könnten. Einige hatten in der Vergangenheit schon solche Versuche gestartet und einen Teil des Materials zu Kursen deutlich unter pari aus dem Markt nehmen können. Somit stärkt der Rückkauf unterhalb des Nennwerts das harte Eigenkapital der Bank.

Wann kauft die Bank zurück?

Erwirbt ein Emittent beispielsweise eine Emission in Höhe von 300 Millionen Euro zu 80 Prozent des Nennwertes, so erzeugt er dadurch 60 Millionen Euro an Eigenkapital. Auf Basis dieser Überlegung lasse sich unter gewissen Annahmen ein rationales Rückkaufsdatum ableiten, meinen Schmidlin und Profitlich: „Dieses Rückkaufsdatum bemisst sich nach dem aktuellen Preis der Anleihe zuzüglich einer Rückkaufprämie als Incentive für die Investoren sowie der noch bestehenden Anrechenbarkeit als Tier-1-Kapital.“ Rational ist ein Rückkauf ausstehender CMS-Linker den Annahmen zufolge, wenn das generierte harte Eigenkapital (CET1 Kapital) aus dem Rückkauf größer/gleich der noch bestehenden Anrechenbarkeit als Tier-1-Kapital ist. „Dies hat den Effekt, dass ein Rückkauf mit dem Zeitverlauf sowie auch bei Kursrückgängen wahrscheinlicher wird, wodurch Letztere automatisch abgefedert werden und die Linksschiefe der Renditeverteilung bei diesen Anleihen vergleichsweise gering ausgeprägt ist“, weiß Schmidlin. Die *Grafik „To buy or not to buy? (I)“* zeigt die Entwicklung eines von der ProfitlichSchmidlin AG erstellten Index aus CMS-Linked-Anleihen seit 2011 und die stufenweise wegfallende Anrechenbarkeit dieser Anleihen als Tier-1-Kapital im Zeitverlauf. Sobald der Preis, zu dem der Emittent seine CMS-Linker erwerben kann, unter die Tier-1-Anrechenbarkeit (schattierter Bereich) fällt, wird für den Emittenten der Rückkauf rational, da durch den Rückkauf mehr hartes Eigenkapital generiert werden kann, als Tier-1-Kapital durch den Rückkauf verloren geht. Hierbei muss man aber beachten, dass die Emittenten in der Regel einen Aufschlag auf den Marktpreis bezahlen müssen, um Anleihen in größerem Volumen zurückkaufen zu können.

» Gründliches Prospektstudium bei CMS-Linkern ist das A und O, um Chancen aufzuspüren. «

Nicolas Schmidlin, Mitgründer der ProfitlichSchmidlin AG, Köln

Ein Simulationsbeispiel soll die Zusammenhänge verdeutlichen, wann es für eine Bank sinnvoll ist und damit eine rationale Entscheidung darstellt, alte Tier-1-Anleihen zurückzukaufen. In der *Grafik „To buy or not to buy? (II)“* stellt die obere Linie den simulierten Anstieg des CMS-Linker-Index um sechs Prozent pro Jahr dar, während die untere Linie einen Rückgang von sechs Prozent pro Jahr simuliert. Sollte ein CMS-Linker also beispielsweise am Jahresanfang 2017 zu rund 55 Prozent notieren (untere Klammer in der Grafik), so wäre ein Rückkauf durch den Emittenten mit einem Aufschlag von zehn Prozent zu 60,5 Prozent sinnvoll, da hierdurch annähernd 40 Prozent an hartem Kernkapital generiert wird, diese Anleihe gleichzeitig aber nur noch zu 40 Prozent als Tier-1-Kapital anrechenbar ist.

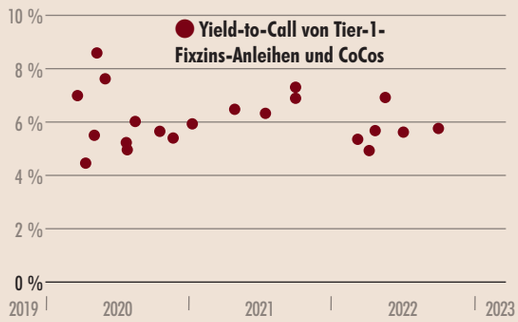
Falls die Anleihe sich um sechs Prozent pro Jahr verteuert, rückt der „rationale“ Termin für Rückkäufe in die Zukunft. Bei einem Kursniveau von rund 70 Prozent sind Rückkäufe den Annahmen entsprechend erst ab Mitte 2018 (obere Klammer) sinnvoll, rechnet Profitlich vor. Interessanterweise sind Rückkäufe also umso früher zu erwarten, je tiefer die Kurse dieser Papiere sinken, was effektiv eine Art „Floor“ unter diesen Tier-1-Anleihen einziehen sollte, sofern die Emittenten dieser Logik folgen.

Agieren Banken logisch?

Daraus folgt aber auch, dass das Hauptrisiko darin besteht, dass die Emittenten dieser Logik nicht folgen. Schmidlin: „Dies könnte dann der Fall sein, wenn die Institute diese Papiere nach 2021 als Tier-2-Kapital weiterverwenden oder der Regulator die Zustimmung zu den Rückkäufen verweigert. Wir erachten die Wahrscheinlichkeit dafür als eher gering, jedoch ist bekannt, dass seit der Übernahme der Regulierungsaufsicht durch die EZB zum 1. Januar 2015 nur wenige solcher Transaktionen genehmigt wurden.“ Dies sei damit zu begründen, dass die EZB zunächst ein einheitliches europäisches Vorgehen entwickeln möchte.

Unerklärliche Renditedifferenzen

CoCos und fixverzinsliche Tier-1-Anleihen mit deutlich niedrigerer Rendite



Diese Renditedifferenz zu alten Tier-1-Anleihen, die zirka neun Prozent rentieren, überrascht, da diese CMS-Linker ja ab Ende 2021 ihre regulatorische Anrechenbarkeit gänzlich verlieren. Allerdings sind diese Papiere für die Emittenten weiterhin nicht besonders teuer. **Quelle:** ProfitlichSchmidlin

FOTO: © PROFITLICHSCHMIDLIN

IM_3_2016_CMS-Linker_Stresstest2_XXXk_g 19.09.2016 15:33 Seite 164

Von Tier 1 zu Tier 2

Wenn Banken eine Rückzahlung mit Abschlag oder einen Call nicht in Erwägung ziehen sollten, könnten sie also versucht sein, diese ihrer Tier-1-Eigenschaft beraubten Papiere als Tier 2 weiterlaufen zu lassen. Dies wäre wohl für die Investoren ungünstig. Allerdings sind nicht alle CMS-Linker nach 2021 noch als Tier-2-Kapital anrechenbar. Schmidlin: „Es kommt auf bestimmte Formulierungen im Prospekt an.“ So hängt die Anrechenbarkeit als Tier-2-Kapital oft an der Zustimmungspflicht der Aufsicht zur Kündigung des Papiers. Aber auch die Struktur des Papiers selbst stellt eine wichtige Frage dar, etwa ob es via einer Zweckgesellschaft emittiert wurde oder eben nicht. „Oft kommt es, vereinfacht ausgedrückt, regelrecht auf nur ein einziges Wort in dem mehr als hundert Seiten umfassenden Prospekt an, zum Beispiel ob bestimmte Bedingungen mit einem ‚und‘ oder einem ‚oder‘ verbunden sind.“ Welche dies sind, da bleiben die beiden bewusst vage, um ihr Know-how zu schützen.

» Die Qualität des Emittenten wird ein wesentliches Kriterium dafür sein, wie lange man in welchem CMS-Linker gefangen sein wird. «

Nicolas Schmidlin, Mitgründer der ProfitlichSchmidlin AG, Köln

Erste Bank als Game-Changer?

Nun ging die Erste Bank den ersten Schritt im CMS-Linker-Universum und hat zum nächstmöglichen Termin am 24. 9. 2016 einen von der Zweckgesellschaft Erste Finance Jersey 4 emittierten CMS-Linker (XS0188305741) zu 100 Prozent gekündigt. Tags zuvor stand das Papier noch um die 55 Prozent – kaum jemand im Markt hatte mit dieser Rückzahlung gerechnet. ProfitlichSchmidlin waren laut dem Datendienstleister Bloomberg die größten externen Halter dieser Papiere.

„Dass die Bank das Papier früher oder später zurückkaufen würde, war für uns naheliegend, dass es dann aber direkt zu einer Kündigung zu 100 Prozent kommt, kam auch für uns überraschend. Vermutlich hat sich die Bank aus Reputationsgründen dazu entschlossen, auf ein Rückkaufangebot unter pari zu verzichten und die Anleihe komplett zurückzuzahlen“, sagt Schmidlin.

Jedenfalls reagierte der Markt auf diese Ankündigung, und die ähnlich strukturierten Papiere der Bank Austria und der RZB zogen aus Sympathie an. Auch jenseits der Landesgrenzen war ein aufkeimendes Interesse an CMS-Linkern von Emittenten aus anderen Staaten anhand festerer Notierungen zu bemerken. Eine Übersicht über interessante CMS-Linker findet sich in der *Tabelle „Der Charme der Übersehenen“*.

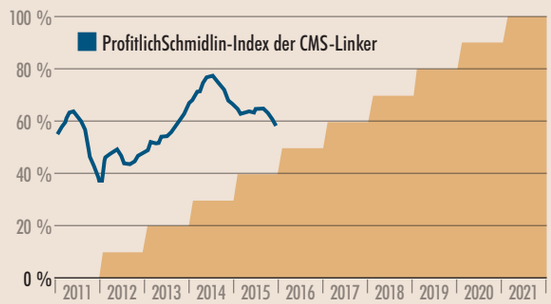
Reputationsrisiken

Hier zu investieren ist ein Spiel mit vielen Unbekannten. Da viele der Papiere an Retailinvestoren, aber auch an Institutionelle verkauft wurden, ergibt sich zusätzlich ein großes Reputationsthema, wenn man als Emittent Call-Termine ungenutzt verstreichen lässt. Schließlich wollen die Anleger ja denn Nennwert wiedersehen.

Nicht alle Banken scheinen aktuell richtig zu klassifizieren, meinen Schmidlin und Profitlich, welche CMS-Linker nach 2021 noch als Tier 2 angerechnet werden. In diesem Bereich gebe es immer noch viel Unsicherheit und Halbwissen, auch bei den Banken, da die Papiere nicht komplett standardisiert seien. Schmidlin zu seiner Positionierung im Fonds: „Wir selbst halten einen Strauß an CMS-Linkern, der Erste Bank CMS war der größte davon. Außerdem halten wir eine größere Position in den CMS-Linkern der Bank Austria, die anderen CMS-Linker-Positionen sind breit gefächert. Das Erste-Bank-Papier hatten wir im Schnitt zu 55 Prozent des Nominalwerts über mehrere Monate erworben. Viele an-

To buy or not to buy? (I)

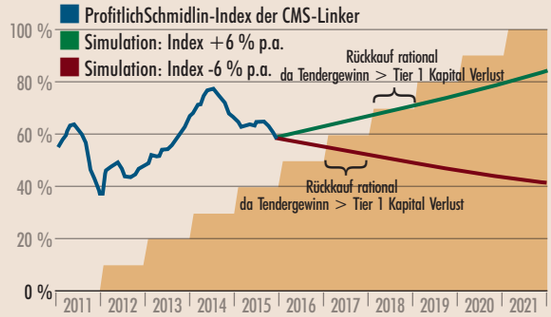
Wann es sich für den Emittenten rechnet, die Altpapiere zurückzukaufen



Der von ProfitlichSchmidlin entwickelte CMS-Index trifft auf die wegfallende Anrechenbarkeit der Papiere. Wenn der unter pari erfolgte Rückkauf das Eigenkapital mehr stärkt, als an Tier-1-Kapital verloren geht, ist ein Rückkauf sinnvoll und stellt eine rationale Entscheidung der Bank dar. **Quelle:** ProfitlichSchmidlin

To buy or not to buy? (II)

Simulation eine CMS-Linker-Index-Anstiegs bzw. Rückgangs von 6 Prozent pro Jahr



Die Grafik zeigt auf rationalen Entscheidungen fußende Rückkauftermine in Abhängigkeit der weiteren Kursentwicklung der CMS-Linker in den nächsten Jahren. Geht der Index zurück, findet ein Ankauf wohl früher als im umgekehrten Fall statt. Den Annahmen entsprechend müsste 2017/18 so manches Papier rückgekauft werden. **Quelle:** ProfitlichSchmidlin

IM_3_2016_CMS-Linker_Stresstest2_XXXk_g 19.09.2016 15:33 Seite 165

dere Positionen im CMS-Markt liefen aber auch – hauptsächlich aufgrund der gesunkenen Zinsen – erst einmal gegen uns, man benötigt in diesem Markt also einen langen Atem."

Die beiden erachten es als ein sehr positives Signal, dass die Europäische Zentralbank nun grundsätzlich Calls von CMS-Linkern erlaubt, denn dies sei zuvor nicht eindeutig geregelt gewesen. Nun kommt es vermutlich stark auf die individuelle Kapitalposition des Emittenten an, ob und gegebenenfalls unter welchen Auflagen (etwa die Emission von Additional Tier 1 im gleichen Umfang durch CoCos) er seine CMS-Linker zurückkaufen kann. Das Eis ist durch den Erste-Bank-Deal zumindest jetzt schon einmal gebrochen. Gut beraten ist man wohl auch, wenn man die Ergebnisse des jüngsten EBA-Stresstests zu Rate zieht und sich jene CMS-Linker sucht, deren Emittenten den Stress sehr gut bis gut bewältigt haben, da hier die Spielräume zum Rückkauf beziehungsweise zur Kündigung dieser Papiere wohl größer sind. Insofern ist es auch verständlich, dass im gegenständlichen Fall die Erste Bank in Österreich den Anfang gemacht hat, da sie im Vergleich zur RZB und auch der Unicredit besser abschnitt *(siehe Tabelle „EBA-Stresstest-Ergebnisse vom Juli 2016")*.

Attraktive Investitionen

Die Qualität der emittierenden Bank wird wohl letztlich darüber entschieden, in welchem CMS-Linker man wie lange gefangen sein wird. Nur so lässt sich abschätzen, ob und wann es weitere Rückkäufe oder gar ausgeübte Calls – wie im Fall der Erste Bank – künftig geben wird.

Es handelt sich bei der Fixed-Income-Nische der alten Tier-1-Anleihen jedenfalls um attraktive Investitionen mit asymmetrischem Risikoprofil, die potenziell jedoch mit einer langen Wartezeit verbunden sein können, bis sich die Werttreiber dann auch wirklich realisieren.

Geschick bewiesen

Es gilt daher, dass man als Fondsinvestor gut versteht, welche Determinanten über das Schicksal dieser Emissionen entscheiden. Wer sich diesem Stress nicht aussetzen möchte, kann auf das Know-how der Prospekttüftler Nicolas Schmidlin und Marc Profitlich mit ihrem ProfitlichSchmidlin Fonds UI vertrauen, die mit ihrer deutlichen Positionierung bei dem Nachrangpapier der Erste Bank Jersey gezeigt haben, dass sie ihr Handwerk verstehen. Dazu kommt, dass das Timing für diese Nische nicht schlecht zu sein scheint, weil die Papiere durch die stark gesunkenen Zinsen auch länger unter Druck gekommen sind, bevor sich nun der Investment Case langsam zu materialisieren beginnt.

DR. KURT BECKER

Der Charme der Übersehenen

Manche CMS-Linker scheinen aus ihrem Dornröschenschlaf zu erwachen, andere noch nicht. Das zeigt die auszugsweise Übersicht über deren Ausstattung.

ISIN	Emittent	Kategorie	Emissionsvolumen	Ausstehendes Volumen	Akt. Kupon in %	Kupon-Cap in %	Kuponberechnung	Next Call zu x %	Tender	Bid-Ask 18.8.2016	Rating (Moody's/ S&P/Fitch)
XS0207764712	Banque Federale Credit Mutuel	Junior Sub	750	750	0,564	8,0	10y EIISDA+10 bps	15.12.16/100		53,67/54,5	-/BB+/BBB
XS0249580357	NIBC Bank NV	Junior Sub	100	50	0,663	8,0	CMS 10y+10 bps	30.03.17/100		46,62/47,75	Ba2/B+/-
FR0010128835	Caisse Federale de Credit	Junior Sub	150	150	0,697	8,0	CMS 10y+17,5 bps	18.11.16/100		47,461/49,541	-/BB+/-
FR0010096826	Credit Mutuel Arken	Junior Sub	250	114,616	0,442	9,0	CMS 10y+10 bps	05.01.17/100	2012 zu 60 %	48,75/50,195	-/BB+/-
XS0212581564	Banque Fed. Credit Mutuel	Junior Sub	250	250	0,651	8,0	EIISDA10+10 bps	25.02.17/100		52/53,5	-/BB+/BBB
DE000A0DYW70	BA-CA Finance Cayman 2 Ltd.	Junior Sub	150	51,481	0,719	8,0	CMS 10y+15 bps	22.03.17/100	2012 zu 50 %	50,75/52,5	B1/BB-/-
DE000A0DD4K8	BA-CA Finance Cayman Ltd.	Junior Sub	250	97,608	0,749	8,0	CMS 10y+10 bps	28.10.16/100	2012 zu 50 %	52,2/53,5	B1/BB-/-
XS01494983366	Jyske Bank A/S	Junior Sub	125	72,779	0,492	9,0	CMS 10y+15 bps	05.01.17/100	2011 zu 55 %, 2014 zu 75 %	49,85/53,65	Ba1/-/-
DE000A0D24Z1	Deutsche Postbank Fund III	Pref. Sec.	300	300	0,658	8,0	CMS 10y+12,5 bps	07.06.17/100		53,55/54,45	B1/BB+/-
FR0000165912	Credit Lyonnais	Junior Sub	304,898	163,055			12M TMO . 30 bps	05.01.17/103		50/53	-/-/-
NL0000113587	ING Groep NV	Junior Sub	750	431,7555	0,650		10y Dutch Gov+50 bps	30.09.16/100		57,75/59,70	Baa3/BB+/-
DE000A0DEN75	Deutsche Postbank Fund I	Pref. Sec.	300	300	0,599	8,0	CMS 10y+2,5 bps	02.12.16/100		53,30/54,65	B1/BB+/-
XS0202197694	Santander Fin. Pfd SA UNI	Junior Sub	300	165,194	0,613	8,0	CMS 10y+5 bps	30.09.16/100	2015 Dutch Auction	48,5/50	Ba2/BB/-
XS0212590557	Jyske Bank A/S	Junior Sub	100	60,695	0,758	8,0	CMS 10y+15 bps	10.03.17/100	2011 zu 55 %, 2014 zu 75 %	46/49,7	Ba1/-/-
NL0000116127	ING Groep NV	Junior Sub	1000	562,6135	0,250	9,0	10y Dutch Gov+10 bps	30.09.16/100		55/55,6	Baa3/BB+/-
XS0202776299	Danske Bank OYJ	Junior Sub	100	100	0,660	8,5	TEC10+30 bps	13.10.16/100		50/53	Ba1/BBB-/-
DE000A0DEJU3	Santander SA	Junior Sub	125	110,843	0,798		CMS 10y+12,5 bps	29.04.16/100		48,5/51,5	Ba2/BB/B
XS0200688256	Nordea Bank AB	Junior Sub	500	500	0,697	8,0	CMS 10y+5 bps	17.03.17/100		52,75/54,75	Baa3/-/-
XS0193631040	RZB Finance Jersey Ltd.	Junior Sub	200	90,475	0,564	9,0	CMS 10y+10 bps	15.12.16/100	2012 über 109,525 Mio.	60,5/61,4	-/B2/-
XS0188305741	Erste Finance Jersey 4; CALLED	Junior Sub	275	132,118	0,589	9,0	CMS 10y+10 bps	24.09.16/ 100	2012 zu 55 %	99,75/100	Ba3/-/-

Auffällig ist, wie unterschiedlich Emittenten bislang mit ihren Emissionen umgingen. Die Erste Bank kaufte zu pari zurück, andere starteten Tender oder taten bislang nichts. **Quelle:** Bloomberg

IM_3_2016_CMS-Linker_Stresstest2_XXXk_g 19.09.2016 15:33 Seite 166

EBA-Stresstest-Ergebnisse vom Juli 2016

CET1-Kapital 2015 und 2018 bei zwei unterschiedlichen Szenariovorgaben; Delta-Werte in Basispunkten gegenüber dem Start 2015

Land/Bank		Start 2015	Szenarien Baseline 2018	Adverse 2018	Delta Adverse 2018
AT	Erste Group Bank AG	12,35 %	13,85 %	8,19 %	-416
AT	Raiffeisen-Landesbanken-Holding GmbH	10,47 %	12,36 %	6,14 %	-432
BE	Belfius Banque S.A.	15,90 %	17,60 %	11,41 %	-449
BE	KBC Group NV	15,17 %	16,18 %	11,27 %	-389
DE	Bayerische Landesbank	15,23 %	12,41 %	8,34 %	-690
DE	Commerzbank AG	13,77 %	13,13 %	7,42 %	-636
DE	DekaBank Deutsche Girozentrale	14,44 %	14,17 %	9,53 %	-492
DE	Deutsche Bank AG	13,19 %	12,08 %	7,80 %	-540
DE	Landesbank Baden-Württemberg	16,62 %	15,90 %	9,68 %	-694
DE	LB Hessen-Thüringen Girozentrale	13,79 %	14,42 %	10,10 %	-369
DE	Norddeutsche Landesbank Girozentrale	12,99 %	13,21 %	8,67 %	-432
DE	NRW,BANK	42,82 %	39,44 %	35,40 %	-742
DE	Volkswagen Financial Services AG	11,97 %	12,90 %	9,56 %	-241
DK	Dansk Bank	16,12 %	17,66 %	14,02 %	-210
DK	Jyske Bank	16,06 %	19,85 %	14,00 %	-206
DK	Nykredit Realkredit	19,45 %	22,47 %	14,19 %	-526
ES	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	12,04 %	12,03 %	8,29 %	-375
ES	Banco de Sabadell S.A.	11,69 %	12,96 %	8,19 %	-350
ES	Banco Popular Español S.A.	13,11 %	13,45 %	7,01 %	-610
ES	Banco Santander S.A.	12,71 %	13,24 %	8,69 %	-402
ES	BFA Tenedora de Acciones S.A.U.	14,57 %	15,09 %	10,64 %	-393
ES	Criteria Caixa S.A.U.	11,71 %	11,67 %	8,97 %	-273
FI	OP Financial Group	19,48 %	21,24 %	14,90 %	-458
FR	BNP Paribas	11,05 %	12,13 %	8,59 %	-246
FR	Groupe BPCE	13,02 %	14,52 %	9,73 %	-329
FR	Groupe Crédit Mutuel	15,53 %	16,78 %	13,54 %	-199
FR	Groupe Crédit Agricole	13,52 %	14,81 %	10,49 %	-303
FR	La Banque Postale	13,20 %	14,76 %	9,72 %	-348
FR	Société Générale S.A.	11,42 %	11,94 %	8,03 %	-339
HU	OT Bank Nyrt	13,41 %	14,56 %	9,22 %	-419
IE	Allied Irish Banks plc	15,86 %	16,97 %	7,39 %	-847
IE	The Governor and Company of the Bank of Ireland	13,30 %	16,12 %	7,69 %	-560
IT	Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	12,01 %	12,04 %	-2,23 %	-1423
IT	Banco Popolare – Società Cooperativa	13,15 %	14,61 %	9,05 %	-410
IT	Intesa Sanpaolo SpA	12,98 %	12,83 %	10,24 %	-274
IT	Unicredit SpA	10,59 %	11,57 %	7,12 %	-347
IT	Union Di Banche Italiane Società Per Azioni	12,08 %	13,01 %	8,85 %	-323
NL	ABN AMRO Group N.V.	15,51 %	16,21 %	9,53 %	-597
NL	Coöperatieve Rabobank U.A.	13,49 %	13,34 %	8,11 %	-538
NL	ING Groep N.V.	12,94 %	12,52 %	9,00 %	-394
NL	N,V, Bank Nederlands Gemeenten	24,67 %	28,05 %	17,62 %	-706
NO	DNB Ban Group	14,31 %	16,56 %	14,30 %	-1
PL	Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polsk SA	13,27 %	14,74 %	11,45 %	-182
SE	Nordea Bank – group	16,45 %	18,60 %	14,09 %	-236
SE	Skandinaviska Enskilda Banken – group	18,85 %	21,55 %	16,60 %	-225
SE	Svenska Handelsbanken – group	21,25 %	23,09 %	18,55 %	-270
SE	Swedbank – group	24,14 %	26,44 %	22,26 %	-187
UK	Barclays Plc	11,42 %	12,48 %	7,30 %	-412
UK	HSBC Holdings	11,87 %	12,41 %	8,76 %	-312
UK	Lloyds Banking Group Plc	13,05 %	16,44 %	10,14 %	-291
UK	The Royal Bank of Scotland Group Public Limited Company	15,54 %	15,89 %	8,08 %	-746

Das Baseline-Szenario führt bei den allermeisten zum Eigenkapitalaufbau, während das Stress-Szenario (Adverse Scenario) das Eigenkapital strapaziert. Einzige Bank mit negativem Eigenkapital im Stressfall ist Banca Monte dei Paschi di Siena. Den Minimumzielwert von 5,5 Prozent schaffen Raiffeisen, Banco Popular Español, Unicredit und Barclays nur relativ knapp. **Quelle:** EBA

SAVE THE DATE!

INSTITUTIONAL money
10 JAHRE
DER KONGRESS FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER
KONGRESS 2017

21.–22. FEB. 2017 | FRANKFURT

ANMELDEN ab sofort unter: www.institutional-money.com