

Nachrang hat Vorrang

Nachranganleihen von Banken versprechen attraktive Renditen und bieten dank regulatorischer Änderungen die Chance auf zusätzliche Kursgewinne.

Aufgrund des nun schon seit geraumer Zeit anhaltenden historisch niedrigen Zinsniveaus wenden sich immer mehr Investoren Anleiheklassen zu, denen sie in Hochzinsphasen aufgrund intransparenter Märkte und komplexer Bedingungen eher geringes Interesse entgegenbringen würden. Hierzu zählen auch Nachranganleihen. Bei Nachranganleihen handelt es sich vom Grundsatz her um festverzinsliche Wertpapiere mit verhältnismäßig hohen Kupons. Im Gegenzug werden ihre Besitzer bei Insolvenz des Emittenten allerdings auch erst nach allen anderen Gläubigern befriedigt, weshalb sie im Konkursfall in aller Regel leer ausgehen. Je nach Ausgestaltung sind die Zinszahlungen zudem an die Erzielung eines Gewinns gekoppelt, und bei sogenannten Tier-1-Anleihen kann es sogar zu einer Nennwertreduktion (Verlustbeteiligung) kommen (siehe Tab. 1). Nachranganleihen weisen meist eine sehr lange, oft sogar unendliche Laufzeit auf, wobei in vielen Fällen allerdings ein vorzeitiges Kündigungsrecht des Emittenten besteht.

instrumente als Kernkapital akzeptiert werden, die am laufenden Verlust teilnehmen und für die kein frühzeitiger Kündigungsanreiz durch den Emittenten besteht. Nahezu alle bisher ausstehenden Nachranganleihen verlieren dadurch von 2013 an jährlich 10% ihrer Anrechenbarkeit auf das regulatorische Eigenkapital. Bei vielen Papieren entfällt die Anrechenbarkeit sogar ab der ersten Kündigungsmöglichkeit durch den Emittenten mit einem Schlag zu 100%.

Hoher Kündigungsanreiz

„Hiervon betroffen sind insbesondere Fixed-to-Floating-Anleihen, also Tier-1-Anleihen, bei denen der Fixkupon ab der ersten Kündigungsmöglichkeit (First Call) durch eine variable Verzinsung ersetzt wird“, erklärt Schmidlin. „Entsprechend hoch ist in diesem Fall der Anreiz der ausgebenden Banken, diese Papiere zum ersten Call-Termin zu kündigen oder den Besitzern vorzeitig ein Rückkaufangebot zu unterbreiten.“ Da viele dieser Nachranganleihen (siehe Tab. 2) aufgrund der europäischen Bankenkrise aber unter ihrem Nominalwert notieren, lässt sich über die Vereinnahmung der meist schon recht hohen Zinskupons auch noch auf eine Annäherung des Kurses an 100% und damit attraktive Kursgewinne spekulieren.

aufgrund der europäischen Bankenkrise aber unter ihrem Nominalwert notieren, lässt sich über die Vereinnahmung der meist schon recht hohen Zinskupons auch noch auf eine Annäherung des Kurses an 100% und damit attraktive Kursgewinne spekulieren.

Sondersituation bei der Postbank

Beispielsweise ist die Nachranganleihe der Deutschen Postbank mit der WKN A0NYWV (IK) bis zum 29.06.2017 mit einem Kupon von 5,983% ausgestattet. Danach erfolgt eine quartalsweise Verzinsung in Höhe des 3-Monats-Euribor zuzüglich einer Marge von 207 Basispunkten. Die Bedingungen der Anleihe schließen eine Reduzierung des Nennwerts im Verlustfall der Bank aus. Die Zinszahlungen sind dagegen abhängig vom handelsrechtlichen Bilanzgewinn. Da die Postbank aufgrund des mit der Deutschen Bank geschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags während der Vertragsdauer aber keinen Bilanzverlust erzielen kann, sind bei diesem Emittenten auch die Zinszahlungen besonders abgesichert. Auf Basis des aktuellen Kurses von 81,75% ergibt sich somit zunächst eine laufende Verzinsung von 7,3%. Im Jahr 2017 wird das Papier die Anrechenbarkeit auf das Kernkapital vollständig verlieren. Eine Kündigung zum Nennwert im Jahr 2017 oder ein früheres Rückkaufangebot scheinen deshalb sehr wahrscheinlich. Sollte ersteres eintreten, ergibt sich aus heutiger Sicht eine Rendite von über 11%.

TAB. 1: TYPISCHE MERKMALE UNTERSCHIEDLICHER ANLEIHERÄNGE

ERSTRANGIGE ANLEIHEN (SENIORANLEIHEN)	FESTE LAUFZEIT, KUPON MUSS BEZAHLT WERDEN, VORRANGIGE BEDIENUNG IM INSOLVENZFALL.
LOWER-TIER 2	LT2: FESTE LAUFZEIT, TEILWEISE MIT KÜNDIGUNGSRECHT DES EMITTENTEN NACH 5 JAHREN, KUPON MUSS BEZAHLT WERDEN, NACHRANGIGE BEDIENUNG IM INSOLVENZFALL.
UPPER-TIER 2 (GENUSSRECHTE)	UT2: FESTE LAUFZEIT, KUPONZAHLUNG NUR BEI GEWINN, AUSGEFALLENE ZINSZAHLUNGEN KÖNNEN NACHGEHOLT WERDEN, NENNWERTRIEDUKTION BEI VERLUST MÖGLICH, NACHRANGIGE BEDIENUNG IM INSOLVENZFALL.
TIER-1-ANLEIHEN	T1-ANLEIHE: UNENDLICHE LAUFZEIT, KÜNDIGUNGSRECHT DES EMITTENTEN NACH 10 JAHREN, KUPONZAHLUNG AN BEDINGUNGEN WIE GEWINN GEKOPPELT, AUSGEFALLENE ZINSZAHLUNGEN WERDEN MEIST NICHT NACHGEHOLT, NENNWERTRIEDUKTION MÖGLICH, BEDIENUNG IM INSOLVENZFALL NACH ALLEN ANDEREN GLÄUBIGERN.
AKTIENKAPITAL	BEDIENUNG IN FORM VON DIVIDENDEN ERST NACH NACHRANGKAPITAL. BEDIENUNG IM INSOLVENZFALL ERST NACH ALLEN GLÄUBIGERN.

Basel-III-Effekt

Besonders gefragt sind derzeit Banknachranganleihen, wie Nicolas Schmidlin, Berater der Steubing AG in Sachen Hybridanleihen, sagt. „Dieser Markt befindet sich aufgrund der vom Basel-III-Ausschuss vorgeschlagenen Regelungen momentan in einem Umbruch.“ Im Mittelpunkt der geplanten, gesetzlich allerdings noch nicht verankerten Bestimmungen steht bekanntermaßen die quantitative und die qualitative Stärkung des Eigenkapitals europäischer Kreditinstitute. Demnach sollen, vereinfacht gesagt, zukünftig nur noch diejenigen Kapital-

TAB. 2: AUSGEWÄHLTE TIER-1 ANLEIHEN MIT KÜNDIGUNGSANREIZ

EMITTENT	WKN	STÜCKE- LUNG, WÄHRUNG	KUPON IN %	LAUF- VERZIN- SUNG	ERSTER CALL- TERMIN	RENDITE P.A. ZUM 1. KÜN- DIGUNGSTERMIN	BRIEF- KURS IN %
ABN AMRO BANK NV	ABN37U	1.000 EUR	4,31	5,39	10.03.16	11,94	80,02
BARCLAYS BANK PLC	BC0EHN	1.000 USD	5,926	6,00	15.12.16	6,28	98,75
BNP PARIBAS CAPITAL TRUST	716977	1.000 EUR	5,868	5,93	16.01.13	12,53	98,91
BNP PARIBAS S.A.	BN0ASN	50.000 EUR	5,019	5,78	13.04.17	8,74	86,80
DANSKE BANK A/S	A0LM35	1.000 EUR	4,878	4,90	15.05.17	4,99	99,54
DEUTSCHE POSTBANK	A0NYWV	50.000 EUR	5,983	7,23	29.06.17	10,93	82,70
UBS AG JERSEY BRANCH	A0D1KX	1.000 EUR	4,280	4,52	15.04.15	6,69	94,75

*) in %; **) in Mio. EUR; Stand: 22.10.2012

Auf Reputation achten

Sieht man von Worst-Case-Szenarien wie Zinsausfällen oder gar einer Nennwertreduzierung einmal ab, liegt das große Risiko von Bankennachrangnanleihen laut Schmidlin in der Nichtwahrnehmung des ersten Kündigungstermins. „Diese Gefahr kann sich aus besonders niedrigen Aufschlägen auf den 3-Monats-Euribor in der Floating-Phase¹ sowie aufgrund von Finanzierungsproblemen des Emittenten ergeben.“ Der Experte für Hybridanleihen rät deshalb dazu, auf besonders starke Banken mit einer ausgeprägten Reputation bezüglich der Wahrnehmung erster Kündigungstermine zu setzen. Hierzu zählt er unter anderem die HSBC, die BNP Paribas und die UBS, aber auch skandinavische Emittenten wie die SEB. „Zudem ist natürlich das Vorliegen eines Kündigungsanreizes genau zu überprüfen.“ Diese beiden Punkte vor-

ausgesetzt, können Tier-1-Anleihen europäischer Kreditinstitute trotz der zum Teil nicht unerheblichen Kurssteigerungen in den vergangenen Monaten für risikobewusste Anleiheinvestoren noch immer eine attraktive Depotbeimischung darstellen. Dabei versteht sich von selbst, dass etwaige Kaufaufträge streng zu limitieren sind. Sehr interessant sind übrigens auch Nachrangnanleihen von Versicherungen, auf die wir in Smart Investor 1/2013 näher eingehen werden. ■

Martin Ahlers

¹⁾ Vollständige Anrechenbarkeit auf das Kernkapital zum ersten Call-Termin entfällt nur, wenn der Aufschlag auf den 3-Monats-Euribor größer ist als der Fixkupon abzüglich Swap-Satz zum Emissionszeitpunkt.

HINWEIS AUF INTERESSENKONFLIKT (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 81).

Anzeige

Smart Investor

Das Magazin für den kritischen Anleger

SIE SUCHEN EINE
ALTERNATIVE ZU SOCKEN,
KRAWATTE & CO.?

DANN VERSCHENKEN SIE EIN
JAHRESABO* DES SMART INVESTOR!

Weitere Infos und Gutschein unter Tel. 089/2000 339-0
oder www.smartinvestor.de/abo/weihnachtsabo.

*) 64,- Euro in Deutschland; 84,- Euro Ausland;
52,- Euro Online-Abo



Lernen Sie eine Sicht der Dinge kennen, die Sie im Mainstream nicht finden werden.