



Philippe Oster

Hybridkapital – Finanzierungsinstrument und Kapitalanlage Praxishandbuch

Schriften aus dem Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ
Band 40, 2. Auflage
Verlag IFZ – Hochschule Luzern

Impressum:

Philippe Oster

Copyright

@ 2019 Verlag IFZ – Hochschule Luzern

Grafenauweg 10

Postfach 7344

CH-6302 Zug

www.hslu.ch/ifz

Gestaltung: IFZ Zug

ISBN: 978-3-906877-06-8

Hybridkapital - Finanzierungsinstrument und Kapitalanlage

Praxishandbuch

Philippe Oster

Schriften aus dem Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ

Band 40, 2. Auflage

Verlag IFZ – Hochschule Luzern

Inhaltsverzeichnis

1. Vorwort	1
2. Update 2. Auflage	3
2.1. Hybridkapitalmarkt bei nichtfinanziellen Unternehmen	4
2.2. Additional Tier 1 (AT1) Markt bei Finanzunternehmen	4
2.3. Tier 2 (T2) Markt bei Finanzunternehmen	5
3. Relevanz des Themas und Motivation	7
4. Aufbau der Arbeit	9
5. Begrifflichkeiten und Gestaltungsparameter von Hybridkapital	11
5.1. Definition von Hybridkapital	11
5.2. Einordnung und Eigenschaften von Hybridkapital	11
5.3. Ratingagenturen Regelwerke für Hybridkapital	12
5.4. Hybrid Covenants im Überblick	15
5.5. Gestaltungsmerkmale von Pflichtwandelanleihen	19
6. Hybridkapital bei nichtfinanziellen Unternehmen	21
6.1. Die Anfänge von Hybridkapital bei nichtfinanziellen Unternehmen	21
6.2. Marktentwicklung von 2003 bis 2016	21
6.3. Vor- und Nachteile aus Emittententensicht	25
6.4. Stimmen der Ratingagenturen zu Hybrid-Emissionen	26
6.5. Vor- und Nachteile aus Investorensicht	27
7. Hybridkapital bei Finanzunternehmen	29
7.1. Pflichtwandelanleihen als Kinder der Krise	29
7.2. Grundlegendes zu Pflichtwandelanleihen	31
7.3. Pflichtwandelanleihen Instrumente	33
7.4. Pflichtwandelanleihen Trigger	34
7.4.1. Grundlagen	34
7.4.2. Arten	36
7.4.3. Struktur im europäischen AT1 Markt	37
7.5. Verlustabsorptionsmechanismus und Wasserfallprinzip	37
7.6. Regulatorischer Pfad für Pflichtwandelanleihen	42
7.6.1. Begrifflichkeiten des Regulators	42

7.6.2.	Regulatorische Absichten mit Pflichtwandelanleihen	45
7.6.3.	Reale Effekte der regulatorischen Absichten	46
7.6.4.	Regulatorische Rahmenbedingungen und Emissionstätigkeit.....	49
7.7.	Grössenverhältnisse und Kapitalstruktur des Bankenhybridmarktes.....	50
7.8.	Entwicklung des Pflichtwandelanleihen Marktes von 2009 bis 2016	54
7.9.	Bedeutung von Pflichtwandelanleihen in der Schweiz.....	59
7.10.	Investoren von Pflichtwandelanleihen	59
7.11.	Indizes für Pflichtwandelanleihen.....	61
7.12.	Hybride und Pflichtwandelanleihen Anlagefonds und ETFs	63
8.	Hybridanleihen Schweizer Emittenten im Fokus.....	65
8.1.	Hybridanleihen von Industrieunternehmen	65
8.2.	Pflichtwandelanleihen von Banken	66
8.3.	Hybridanleihen von Versicherungen.....	71
8.4.	Hybridanleihen von Rückversicherungen	74
8.5.	Performance Hybrid- und Pflichtwandelanleihen in Schweizer Franken.....	80
9.	Bewertungsmethoden von Hybridkapital	90
9.1.	Grundsatzfrage: Aktie oder Fremdkapital?	91
9.2.	Aktienderivat Methode.....	95
9.3.	Kreditderivat Methode	96
9.4.	Strukturgleichungsmodell/Bilanzmethode	96
9.5.	Rock-Bottom-Spread-Methode.....	97
9.6.	CDS-Multiplikator-Methode.....	100
9.7.	Senior- vs. Subordinated-G-Spread-Methode	101
9.8.	Risk-Premium-Block-Building-Methode.....	102
9.9.	Regressionsanalyse-Methode	103
9.10.	Herausforderungen beim Absichern von Pflichtwandelanleihen	105
9.11.	Resumée	107
10.	Risikoappetit von Investoren.....	109
10.1.	Investoren auf der Suche nach der Zusatzprämie	109
10.2.	Umverteilungseffekte des tiefen Zinsniveaus.....	112
10.3.	Ausfallrisikoprämien 2011 vs. 2016.....	113
10.4.	Notleidende Kredite in Italien	115
10.5.	Insolvenzregime im Überblick	116
10.5.1.	USA.....	117
10.5.2.	Europa	117
10.5.3.	Quantitative Daten zu globalen Unternehmensinsolvenzen.....	120

11. Fallstudien Hybridanleihen	124
11.1. Fallstudie Marktreaktionen auf Entscheide der Schweizerischen Nationalbank	124
11.1.1. Credit Suisse im Juni 2012	124
11.1.2. Aufhebung des EUR/CHF Mindestkurses im Januar 2015	124
11.2. Fallstudie vorzeitige Kündigung europäischer Hybridanleihen.....	126
11.3. Fallstudie Nicht-Kündigung europäischer Hybridanleihen	127
11.4. Fallstudie Kündigung Pflichtwandelanleihe Arabischer Raum.....	128
11.5. Fallstudie CoCo Bonds Russland.....	129
11.5.1. Aufgaben der Deposit Insurance Agency.....	129
11.5.2. Neuerungen in der russischen Bankenregulierung.....	130
11.5.3. Aktionärsstruktur entkräftet DIA-Wirkungskraft	131
11.5.4. Beispiele von russischen Tier 2 Pflichtwandelanleihen	131
11.5.5. Umsetzung der Basel-III-Richtlinien in Russland.....	132
11.6. Fallstudie Kursturbulenzen am Pflichtwandelanleihenmarkt Q1 2016	133
11.7. Fallstudie Deutsche Bank: Bilanzierungsstandards und Pflichtwandelanleihen- Covenants behindern Verkauf der Deutschen Postbank	138
11.8. Fallstudie Renaissance der Payment-in-Kind (PIK)-Klausel	139
11.9. Fallstudie Lanxess Hybridanleihe mit Zinsaufschubsklausel.....	141
11.10. Fallstudie Währungseinfluss: Unterschiedliche Pflichtwandelanleihen- Kreditrisikoprämien.....	142
12. Zusammenfassung und Ausblick.....	144
Tabellenverzeichnis.....	V
Abbildungsverzeichnis.....	VII
Literaturverzeichnis	X
Autorenportrait	XVII

1. Vorwort



Carlos Zanotelli
(CZ) CEO/CIO
chameleon asset
management ag

Wir freuen uns, im Namen von chameleon asset management ag, Basel, einer engagierten Asset-Management-Boutique mit den beiden Nukleus-Kompetenz-Gebieten Wandel- und Hochzinsanleihen und den Satelliten Strukturierte Produkte & M&A-Arbitrage die höchst vielfältigen, analytisch interessanten und wissenschaftlichen Arbeiten im Bereich Finanzwirtschaft von Philippe Oster in seiner Publikations- und Wissenstransfer-Arbeit unterstützen zu dürfen. Wir sind über den vorangegangenen Gedankenaustausch sehr erfreut und beeindruckt. Zugleich sind wir davon überzeugt, dass das in diesem Praxishandbuch aufgearbeitete Thema «Hybridanleihen» in der heutigen Zeit des Anlagenotstandes, einer Zinswüste mit nominellen Minusrenditen in den meisten Industrienationen, eine aktuelle Brisanz erfahren dürfte.

Was waren das noch für Zeiten, als man Anfang der Jahrtausendwende noch eine 10-jährige Anleihe der Eidgenossenschaft zu einer quasi risikolosen nominellen Rendite von 4.1 % erwerben und den Pensionären den theoretischen Zinssatz sorgenlos gutschreiben konnte, ohne dadurch Reserven angreifen zu müssen respektive auf andere Ertragsquellen angewiesen zu sein. Auch der Schweizer Sparer muss heute bei den meisten Banken für seine eigene Heimwährung oft ab einem Betrag von 0.5 Mio. Schweizer Franken Minuszinsen von 0.75-1 % gewärtigen, was für eine verkehrte Welt ist denn das? Wollen wir unser mobiles Vermögen auf einem sicheren Parkplatz abstellen, gilt es nun, für die Parkdauer Geld einzuwerfen! Wenn das etwas zeigt, dann, dass es etwas wert ist, in die historisch stärkste Währung der Welt investieren zu dürfen, wo Neutralität, Demokratie und Sicherheit noch gross geschrieben werden. Leider aktiviert die Schweizer Nationalbank die genannte Parkuhr nicht, weil sie mit diesem Perpetuum Mobile rund zwei Milliarden Schweizer Franken Ertrag als Monopol-Rente vereinnahmen kann. Vielmehr ist ihr diese Rolle durch das Quantitative-Easing (QE) von der Europäischen Zentralbank aufgezwungenen worden. Ob der Versuch gelingt, die EU-Banken und Mitgliedsstaaten durch Nullzinsen zu stützen respektive vor einem Zusammenbruch zu bewahren, bleibt umstritten. Man muss wohl weit zurückschauen, um eine solch starke Verzerrung beziehungsweise einen solch gravierenden Eingriff am offenen Herzen des Finanz- & Wirtschaftssystems vorzufinden (eventuell in abgemilderter Form 1970 vor dem Immobilien-Crash). Gerade aktuell hat man den Eindruck, dass alles nach Renditen und Erträgen schreit. Manchen Investoren scheint dabei aber nicht bewusst zu sein, dass diese Messgrösse immer auch mit einem entsprechenden Risiko eingekauft wird. Umso mehr sind Hochzinsanleihen-Spezialisten gefragt, welche das Universum, die dahinterstehenden Unternehmen sowie deren ökonomische und regulatorische Rahmenbedingungen kennen und so mit den gewünschten Filtern die Investitions-Residual-Masse definieren können. Sollten dabei auch noch dezidierte Ansprüche an Nachhaltigkeit, ESG und Sektoren-Ausschlüsse gewünscht werden, steigen die Anforderungen zur Erstellung eines diversifizierten Fixed-Income-Portfolios nochmals. Die in den letzten Jahren aufgekommene Anleihen-Abwandlungen wie Hybridanleihen (Fixed-Income) und Pflichtwandelanleihen (Contingent Convertibles, Alternatives) haben das Universum zwar sehr bereichert. Doch die zahlreichen wissenschaftlichen Publikationen wie auch die Praxisbeobachtungen zeigen auf, dass deren Komplexität und Interaktionsmechanismen mit anderen Sub-Assetklassen noch nicht final erfasst worden sind.

Als Anlageteam reizt es uns, uns jeden Tag den unterschiedlichen Herausforderungen dieser anspruchsvollen Anlageklasse stellen zu dürfen. Um die Zielvorgaben, den Bedürfnissen und Wünschen unserer werten Kundschaft zu entsprechen, passen wir uns wie ein Chamäleon an.

Wann dürfen wir Ihre Herausforderung annehmen?

Basel, im Frühling 2019

Carlos Zanotelli

www.chameleon-asset.ch

Ihr anpassungsfähiger Anlagepartner

Wandel-
anleihen

Hochzins-
anleihen

Strukturierte
Produkte

Ihr Anlagepartner für Family Offices,
vermögende Privatpersonen sowie
institutionelle Kunden.

Unsere Anpassungsfähigkeit – Ihre Vorteile:

- Fokussierung auf Wandel- und Hochzinsanleihen
- aktiver, opportunistischer Asset Management-Ansatz
- nachweisbarer und herausragender Leistungsausweis
- klare und transparente Gebührenmodelle



Unabhängige Vermögensverwaltung,
seit über 10 Jahren.

Theaterstrasse 4 · CH-4051 Basel · T +41 61 633 77 77
info@chameleon-asset.ch · www.chameleon-asset.ch

2. Update 2. Auflage

Seit der Fertigstellung der 1. Auflage des Praxishandbuchs Hybridkapital im Frühling 2017 gab es an den europäischen Hybridanleihe- und Pflichtwandelanleihemärkten sowohl erfreuliche Entwicklungen als auch Rückschläge. Am Primärmarkt haben hiesige Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors wie Hochdorf im März 2017 oder Sika im Januar 2019 eine neue Form von Pflichtwandelanleihen am Schweizer Primärmarkt platziert. Der grosse Akteur aus der Baustoffindustrie, LafargeHolcim, begab sowohl im Dezember 2018 als auch im April 2019 erfolgreich ewige Hybridanleihen in Schweizer Franken und Euro zur Verbesserung der Finanzstruktur. Bei den Versicherern begaben Baloise im September 2017 sowie Swiss Life im März 2018 je zwei unbefristete, nachrangige Anleihen. Im Immobiliensektor emittierte die Peach Property Group im Oktober 2017 eine ewige Wandelhybridanleihe sowie im Juni 2018 eine ewige Optionshybridanleihe zur Expansion des Immobilienportfolios in Deutschland aber auch zur Reduktion von Fremdkapital. Auch am Sekundärmarkt kam es zu zahlreichen Auffälligkeiten, wie beispielsweise beim Convenience-Backwaren-Konzern Aryzta, welcher am 25. September 2017 die Couponzahlungen der ausstehenden Hybridanleihen auf unbestimmte Zeit aussetzte. Am 15. Oktober 2018 hätte der Stromkonzern Alpiq die 2013 emittierte Hybridanleihen erstmals frühzeitig zurückzahlen können. Er tat dies aber nicht und begründete den Schritt mit der Wichtigkeit der Liquiditäts- und Eigenkapitalausstattung. Bei Pflichtwandelanleihen von Banken rief die Europäische Zentralbank am 6. Juni 2017 den ersten Point-of-Non-Viability (PoNV) aus. Sie verhängte diesen über die damals sechstgrösste Bank Spaniens, die Banco Popular, wo Investoren in allen nachrangigen Anleihen ihr gesamtes Kapital abschreiben mussten. Im Herbst 2018 kam es zu Turbulenzen bei der dänischen Danske Bank. Sie wurde für die zwischen 2007 bis 2015 getätigten Geschäfte in Estland mit ehemaligen Sowjetstaaten und Russland wegen Geldwäsche angeklagt. Am 12. Februar 2019 kündigte die Banco Santander eine 2014 begebene AT1 Pflichtwandelanleihe nach fünfjähriger Sperrfrist nicht zum erstmöglichen Call-Termin. Die bei Emission für ab dem 13. März 2019 festgelegten Refinanzierungsbedingungen (variabler Zinssatz) waren vorteilhafter als die bei einer Neuemission erzielten Konditionen. Die Genehmigung diverser Reformpaketentwürfe am 15. Februar 2019 durch den Rat der Europäischen Union stellt eine wesentliche Änderung der methodischen Berechnung der liquiden Mittel für die Bezahlung von AT1 CoCo Coupons in Aussicht. Hauptprofiteur war die Deutsche Bank, deren technischer Puffer vom bisher fünffachen neu auf das hundertneunundzwanzigfache anstieg. Dieser regulatorische Eingriff erhöhte die Auszahlungswahrscheinlichkeit künftiger AT1 Coupons und manifestierte sich in einem unmittelbaren Kursprung des AT1 CoCos.

Wie von Carlos Zanolli im Vorwort erwähnt, gehört zu der Dimension Rendite immer auch die Dimension Risiko. Auf der Suche nach Rendite messen Investoren von nachrangigen Anleihen restriktiven Covenants (leider) vermehrt eine kleinere Bedeutung zu. Dabei verfolgen laut Tewari et al. (2015)¹ gerade bei unternehmerischen Finanzierungsentscheiden Emittenten und Fremdkapitalinvestoren unterschiedliche Ziele. Hier können restriktive Covenants die Flexibilität des Managements, insbesondere die Erhöhung des Investitions- und Ausfallrisikos, bewusst einschränken und die bestehende Informationsasymmetrie zwischen den Parteien abbauen. Ein von Simpson und Grossmann (2017)² publizierter Artikel zeigt erhebliche Bewertungsunterschiede dieser Covenants in der Zeit vor und nach der Finanzkrise. Während beispielsweise durch die Zusicherung eines Emittenten hinsichtlich Erhaltung der Sicherheiten gegenüber den Gläubigern durch die vertragliche Negativerklärung vor der Finanzkrise eine Reduktion der Anleiherisikoprämie von rund 50bp erzielt wurde, milderte sich dieser Effekt in der Nachkrisenzeit ab und ist statistisch unbedeutsam geworden. Auch weitere Covenants, die

¹ Tewari, Manish et al. (2015): «Callable bonds, reinvestment risk, and credit rating improvements: Role of the call premium», *Journal of Financial Economics*, Volume 115, S. 349–360

² Simpson, Marc W. und Grossmann, Axel (2017): «The value of restrictive covenants in the changing bond market dynamics before and after the financial crisis», *Journal of Corporate Finance*, Volume 46, S. 307–319

dem Management Restriktionen für weitere Investitionen einschränken oder untersagen, haben in der Nachkrisenzeit gerade im Investment-Grade Segment an Bedeutung verloren. Das heisst im Umkehrschluss, dass renditehungrige Investment-Grade-Investoren keine oder nur eine unbedeutende Risikoprämie für die Absenz dieser Korrekturmechanismen verlangen. Investoren von nachrangigen Anleihen und insbesondere von Hybridkapital tun weiterhin gut daran, sich die Prospektklauseln genau anzuschauen. Denn wenn die Bedingungen für Emittenten freundlich festgelegt werden, laufen gerade Gläubiger des facettenreichen, nachrangigen Kapitals Gefahr, für die eingegangenen Risiken nicht ausreichend entschädigt zu werden.

Im Folgenden wird auf die aktuellen Marktvolumen und Marktentwicklungen eingegangen:

2.1. Hybridkapitalmarkt bei nichtfinanziellen Unternehmen

2018 wurden europäische Hybridanleihen im Umfang von EUR 22 Mia. ausgegeben, was laut einer Analyse von Scope Ratings (2019)³ ein Plus von rund 37 % zum Vorjahr darstellt. Die grössten Emittenten, welche von den attraktiven Refinanzierungsbedingungen am Markt Gebrauch machten, waren Vodafone mit EUR 4 Mia. zur Finanzierung von M&A Tätigkeiten, Volkswagen mit EUR 2.75 Mia. und Telefonica mit EUR 2.25 Mia., beide zur Refinanzierung bestehender Hybride. Der Markt wurde insgesamt von französischen und deutschen Unternehmen dominiert. Eine der ersten grossen Hybridemissionen 2019 wurde durch die französische Engie im Umfang von EUR 1 Mia. vollzogen. Der neue «green bond» wurde laut Emittenten⁴ sechseinhalbfach überzeichnet und ersetzt eine bestehende Hybridanleihe zur Beibehaltung des bei Rating-Agenturen anrechenbaren Eigenkapitals. Nichtsdestotrotz nimmt die Dominanz von Versorgern zu Gunsten der Sektoren Telekommunikation, Gesundheit, Konsumgüter und Immobilien weiter ab. 2018 wurde laut der genannten Studie ein zunehmender Teil der Hybridneuemissionen für Refinanzierungen bestehender Hybridanleihen (2018: ~37 %) sowie Übernahmen (2018: ~15 %) genutzt. Insgesamt wird das Marktvolumen europäischer Hybridanleihen ausserhalb des Finanzsektors auf EUR 125 Mia. per Ende Q1 2019 geschätzt.

2.2. Additional Tier 1 (AT1) Markt bei Finanzunternehmen

Mit einem Emissionsvolumen von EUR 153.7 Mia. und einem Marktwert von EUR 185.5 Mia. per Ende Q1 2019 von total 182 Emittenten⁵ ist der AT1 Markt erwachsen geworden. Bei den ausstehenden AT1 CoCos dominiert Europa mit einem Anteil von 87 % das Geschehen. Gemessen am Emissionsvolumen stammen die führenden Emittenten aus folgenden Ländern⁶: 1) Vereinigtes Königreich (26.4 %, Ø OAS 415bp), 2) Schweiz (17.9 %, Ø OAS 304bp), 3) Frankreich (10.7 %, Ø OAS 396bp), 4) Spanien (7.9 %, Ø OAS 585bp) und 5) Niederlande (6.5 %, Ø OAS 358bp). 59.5 % aller im Index vertretenen AT1 CoCos sind in US-Dollar, 29.8 % in Euro und 6.1 % in Pfund Sterling ausgegeben worden. Der Schweizer Franken belegt Platz fünf mit einem Marktanteil von etwa 1.4 %. Die fünf Banken mit den grössten ausstehenden Emissionsvolumen sind per Ende Q1 2019: 1) HSBC Holdings (10.2 %), 2) UBS (9.2 %), 3) Credit Suisse (7.1 %), 4) Barclays (6.4 %) sowie 5) Société Générale (4 %). Bei den grössten Anbietern in Deutschland (Deutsche Bank) respektive Italien (UniCredit) beträgt der weltweite AT1 Anteil je 2.6 % (Plätze 12 und 13). Die spanische Grossbank Banco Santander belegt Platz sechs mit einem Anteil von 3.5 %. Der durchschnittliche Risikoaufschlag gemessen am OAS Spread⁷ be-

³ Scope Ratings (2019): «Europe's hybrid bond market cools down: Issuance volume should shrink to 2016/2017 levels», Research Publikation vom 23. Januar 2019, S. 1ff.

⁴ Engie (2019): «ENGIE issues a new Green hybrid bond for an amount of €1 billion», URL: https://www.engie.com/wp-content/uploads/2019/01/pr_engie_greenbond_emission_january_2019.pdf [30.04.2019]

⁵ Bloomberg Professional (2019): «Bloomberg Barclays Global Contingent Capital Total Return Index Value Unhedged EUR», Daten per 29.03.2019

⁶ Bloomberg Professional (2019): «Bloomberg Barclays Global Contingent Capital Total Return Index Value Unhedged EUR», Country of Risk Basis, Daten per 29.03.2019

⁷ Unter dem Option-Adjusted Spread, kurz OAS Spread, wird die mittels Optionen ermittelte Risikoprämie gegenüber einem risikofreien Referenzwert (z.B. Staatsanleihe) verstanden.

läuft sich auf 416bp per Ende Q1 2019. Die Verlustabsorptionsmechanismen «Equity-Conversion» und «Write-down» halten sich in etwa die Waage. Hinsichtlich der mechanischen Trigger-Höhe haben sogenannte «High-Trigger» AT1 CoCos mit einem CET1 Schwellenwert von 7.000 % «Low-Trigger» (5.125 %) überholt. Dies war insofern abzusehen, als ein Einschreiten des Regulators bereits im Bereich von 7.000 % am Markt erwartet wird. Dies deckt sich auch mit den Aktivitäten beim PoNV-Event der Banco Popular im Juni 2017. Da die meisten europäischen Banken ihr AT1 Emissionspotential weitgehend ausgeschöpft haben und einige AT1 CoCos nach der fünfjährigen Fixed-Coupon-Phase in den variablen Status übergehen dürften, wird künftig von einem tieferen Marktwachstum ausgegangen. Die Grandfathering-Regelung in Europa rechnet die vor 2013 begebenen Tier 1 Instrumente im Jahr 2019 noch mit 30 % an die Kapitalanforderungen an und reduziert deren Beitrag jährlich um weitere 10 %.

2.3. Tier 2 (T2) Markt bei Finanzunternehmen

Der Tier 2 Markt hat sich in den vergangenen Jahren deutlich heterogener als der AT1 Markt entwickelt. Dies liegt einerseits an der Tatsache, dass die nachrangigen Anleihen von kleineren Banken ausgegeben werden, welche nicht als systemrelevant (weder auf globaler noch nationaler Ebene) eingestuft werden. Andererseits lässt die höhere Regulierungsheterogenität viel Spielraum für die Ausgestaltung des Instrumentendesigns. Die Coupons können dabei die folgenden Formen annehmen: Fix, fix-to-variable, variabel, multi-step-up oder zero. Zusätzlich kann der Coupon gerade bei variabler Verzinsung mit einem Cap und/oder Floor (Collars) versehen sein. Auch Rückzahlungsbestimmungen zum investierten Tier 2 Nominalkapital sind in Anleiheprospekten von italienischen Banken gesichtet worden. Insbesondere aber der Investorenkreis weitet sich bei Tier 2 Instrumenten auf Retail-Investoren aus. So bestätigte die italienische Zentralbank (2016)⁸, dass sich über die Hälfte der nachrangigen Anleihen von knapp EUR 60 Mia. in Italien in den Händen von Privatinvestoren befinden. Spätestens in einem Bail-in-Prozess dürfte diese Tatsache erheblichen politischen Diskussionsbedarf sowohl auf nationaler als auch auf EU-Ebene aufbringen. Die Marktkapitalisierung der europäischen Tier 2 Pflichtwandelanleihen wird per Ende Q1 2019 auf EUR 93.8 Mia.⁹ bei 102 Emittenten geschätzt. Auch hier dominiert Europa mit einem Anteil von 93.5 %. Die führenden Emittenten gemessen am Emissionsvolumen stammen aus folgenden Ländern: 1) Frankreich (28.9 %, Ø OAS 176bp), 2) Niederlande (17.8 %, Ø OAS 136bp), 3) Vereinigtes Königreich (14.4 %, Ø OAS 167bp), 4) Spanien (11.2 %, Ø OAS 252bp) und 5) Schweden (4.9 %, Ø OAS 183bp). Die grössten Emittenten sind dabei: 1) BNP Paribas (7.6 %), 2) Crédit Mutuel (7.1 %), 3) Banco Santander (5.9 %), 4) Rabobank (5.9 %) und 5) ABN AMRO Bank (5.8 %). Der durchschnittliche OAS Spread beträgt 179bp per Ende Q1 2019 respektive rund 43 % der durchschnittlichen Kreditrisikoprämie von AT1 CoCos.

Um interessierte Leserinnen und Leser künftig zeitnah über Geschehnisse informieren zu können, werden konkrete Einschätzungen und Analysen über die Hybrid- und Pflichtwandelanleihenmärkte in Zukunft über soziale Medien und dem IFZ Investment Blog publiziert.

An dieser Stelle bedanke ich mich herzlich bei chameleon asset management ag, Basel, für den stets inspirierenden und überaus wertvollen Austausch sowie die Unterstützung bei der Neuauflage dieses Praxishandbuchs. Wir wünschen Ihnen viel Freude bei der Entdeckungsreise der vorgestellten Sonderformen der Assetklassen Fixed-Income (Hybride) und Alternative (Pflichtwandelanleihen) und freuen uns auf Anregungen Ihrerseits.

Zug, im Frühling 2019


Philippe Oster

⁸ Banca d'Italia (2016): «Questions and answers on the solution of the crises at the four banks under resolution», URL: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/d-e-r-quattro-banche/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1> [30.04.2019]

⁹ Bloomberg Professional (2019): «Bloomberg Barclays Banking Lower Tier 2 Total Return Index Value Unhedged EUR», Daten per 29.03.2019

3. Relevanz des Themas und Motivation

Seit 2009 wächst der globale Markt für hybride Instrumente rasant. Neu definierte Kapitalanforderungen für Finanzinstitute mit dem Ziel der Senkung des individuellen sowie auch systemischen Risikos begünstigten diesen Trend. Dabei gilt der Schweizer Markt für Pflichtwandelanleihen als besonders gut entwickelt, weil die regulatorischen Rahmenbedingungen unter anderem zur Too-big-to-fail (TBTF)-Thematik zeitig transparent gemacht wurden. Der europäische Markt für Pflichtwandelanleihen befindet sich hingegen in einem Entwicklungsstadium.

Auch Industrieunternehmen entdeckten die Gestaltungsparameter dieser innovativen Finanzierungsform für sich und nahmen 2012 eine Optimierung ihrer Flexibilität sowie der Fälligkeitsstruktur ihrer Finanzschulden vor. In der Schweiz und in Europa spielt diese Finanzierungsform jedoch nach wie vor eine untergeordnete Rolle.

Erhebungen aus dem Jahr 2016 zeigen, dass die Emissionstätigkeit hybrider Papiere von nicht-finanziellen Unternehmen in Europa seit 2003 rund EUR 112 Mia. betrug, das ausstehende Marktvolumen wird auf circa EUR 85 Mia. geschätzt. Stärker noch war die Entwicklung der Contingent Convertibles (CoCos), deren Emissionstätigkeit von 2011 bis 2016 primär auf strengere regulatorische Anforderungen zurückzuführen ist. Allein das Marktvolumen der Additional Tier 1 Pflichtwandelanleihen wurde 2016 auf rund EUR 105 Mia. geschätzt. Auf globaler Ebene wurden für 2017 CoCo-Emissionen von EUR 65 Mia. erwartet. Insbesondere bei der (Re-)Finanzierung von Akquisitionen, Aktienrückkäufen oder bei der Rückzahlung von Fremdkapital werden hybride Instrumente durch die Emittenten als attraktiv eingeschätzt. Aus Investorenperspektive können kotierte Hybride von solide kapitalisierten Gesellschaften einen interessanten Chancen/Risikocharakter aufweisen. Detailwissen zu den Eigenheiten der einzelnen Wertpapiere mit Kern- oder Ergänzungskapitalqualität und deren Bewertungstücken sind hierbei jedoch ein Muss.

Ich kam als Portfolio Manager im Jahr 2012 im Rahmen eines Fixed-Income-Research-Mandates auf die Thematik der Hybride, die mich später als Co-Anlagefondsmanager, Teammitglied und praxisorientierter Forscher am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft bis heute intensiv beschäftigt. In den vergangenen Jahren konnte ich diverse Beobachtungen sammeln und nun in diesem Praxishandbuch zusammenfassen. Meine Sichtweise ist dementsprechend im Wesentlichen durch die eines Investors geprägt, der vor der Frage steht, in welcher Form und in welchem Ausmass er für das Halten von hybrid-spezifischen Risiken entschädigt wird. Zugleich wurden aber auch Erkenntnisse aus diversen Gesprächen mit Fondsleitungen und nicht zuletzt Compliance- und Risiko-Managern verarbeitet.

Ich hoffe, Ihnen, liebe Leserin und lieber Leser, mit der vorliegenden Publikation einen praxisnahen und wertvollen Einblick in die Welt der Hybride zu ermöglichen.

Zug, im Frühling 2017



Philippe Oster

4. Aufbau der Arbeit

In Kapitel eins wird auf die Relevanz des Themas und die Motivation eingegangen. Im zweiten Kapitel wird der Aufbau der Arbeit dargestellt.

In Kapitel drei wird auf die Definition sowie typische Eigenschaften von Hybridkapital eingegangen. Dabei werden sowohl einzelne Begrifflichkeiten wie auch Gestaltungsparameter wie beispielsweise Hybrid Covenants anhand von konzeptionellen Illustrationen vorgestellt.

In Kapitel vier werden sowohl die Entwicklung als auch die Eigenheiten von Hybridkapital nichtfinanzieller Unternehmen unter verschiedenen Gesichtspunkten behandelt. Dabei werden sowohl Vor- und Nachteile aus Emittenten- und Investorensicht erläutert als auch die Rolle der am Markt dominierenden Ratingagenturen für Hybridkapital nichtfinanzieller Unternehmen anhand von Beispielen aus der Praxis erfasst.

In Kapitel fünf werden Pflichtwandelanleihen und somit Hybrid- respektive Ergänzungskapital von Finanzunternehmen näher untersucht. Neben der Entstehungsgeschichte, den Grundlagen und den Grössenverhältnissen werden spezifische Eigenschaften von Pflichtwandelanleihen wie beispielsweise der Trigger- und Verlustabsorptionsmechanismus aufgezeigt, sowie auf hybridspezifische Indizes und Anlageformen eingegangen. Des Weiteren werden Marktgrössenverhältnisse, Entwicklungstendenzen sowie die Investorenkreise von Bankenhybridkapital präsentiert.

In Kapitel sechs werden Eigenschaften von an der Schweizer Börse kotierten Hybridanleihen von Schweizer Emittenten vorgestellt und die Total Returns sowie Eigenschaften gegenüber Aktien der Emittenten in den Untersuchungsperioden grafisch abgebildet.

In Kapitel sieben werden die heute sowohl in der Forschung als auch in der Praxis genutzten Bewertungsmethoden abgebildet und deren Herausforderungen und Limitationen erläutert.

Kapitel acht befasst sich mit Aspekten des seit 2012 tendenziell gestiegenen Risikoappetits von Investoren. Es kann davon ausgegangen werden, dass die Tendenz der sinkenden Risikoaversion der Marktteilnehmer die gestiegene Nachfrage nach Hybridkapital unterstützt haben dürfte. Dabei wird auch ein Blick auf die unterschiedlichen Konkursregime der USA und Europa geworfen, da das jeweilige Regime einen wesentlichen Einfluss auf die im Insolvenzfall zu erwartenden Sanierungsmöglichkeiten und Liquidationsquoten hat.

In Kapitel neun werden zehn Fallstudien rund um hybride Instrumente aus den Jahren 2012 bis 2016 illustriert und erläutert, wobei deutlich werden wird, dass der Markt für Hybridkapital grosses Überraschungspotential und viele Tücken für Investoren und Emittenten aufweist. Schliesslich wird in Kapitel zehn eine Zusammenfassung sowie ein Ausblick zum europäischen Markt hybrider Instrumente gegeben.

5. Begrifflichkeiten und Gestaltungsparameter von Hybridkapital

Um den Einstieg in die Materie zu erleichtern, werden im folgenden Kapitel Begrifflichkeiten sowie typische Gestaltungsparameter von Hybriden dargestellt und erläutert.

5.1. Definition von Hybridkapital

Hybridkapital weist aufgrund seiner Stellung auf der Passivseite der Bilanz sowohl Eigenschaften von Fremd- als auch Eigenkapital auf. Bei Hybridkapital handelt es sich um nachrangiges Fremdkapital, das in verschiedenen Ausgestaltungsvarianten emittiert wird. Letztere betreffen primär die Rückzahlmodalitäten, die Strukturierung der Verzinsung sowie die allfällige Partizipation am Unternehmenserfolg. Ähnlich wie nachrangige Anleihen werden sie von den Emittenten emittiert, um das Bonitätsprofil zu stärken, da die namhaften Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch diese Instrumente je nach Ausgestaltungsvarianten nach offengelegten Kriterien zwischen 0% bis 100% als Aktienkapital anrechnen. Die verhältnismässig kurze Beobachtungsdauer seit 2009 zeigte auf, dass sich Hybride als stark nachrangige Emissionen tendenziell weniger zinssensibel zeigten als vorrangig besicherte Anleihen, auf der anderen Seite wiesen sie hingegen unter aufkommendem Marktstress eine höhere Reagibilität gegenüber Kreditrisikoprämienveränderungen bzw. Aktienpreisschwankungen auf.

5.2. Einordnung und Eigenschaften von Hybridkapital

Hybridkapital vereint Elemente klassischen Fremdkapitals und Charakteristiken von Eigenkapital. Je nach Unternehmenszweck werden unterschiedliche Vertragsklauseln (Covenants) ausgestaltet. Die vier im Markt am häufigsten beobachteten Gründe für die Emission von Hybriden waren die Finanzierung von Akquisitionen, die Finanzierung von Wachstumsprojekten, die Stärkung der Bilanz (i.d.R. die Verringerung des Leverages in Verbindung mit der Sicherung des Unternehmensratings) sowie, insbesondere bei Finanzunternehmen, das Einhalten regulatorischer Anforderungen.



Abbildung 1 – Einordnung und Eigenschaften von Hybridkapital¹⁰

¹⁰ Eigene Darstellung

Schematisch kann die zusätzliche Prämie auf Hybride gegenüber vorrangigem Fremdkapital durch folgende vier Faktoren erklärt werden:



Abbildung 2 – Die vier Einflussfaktoren der Hybridkapitalkreditrisikoprämie¹¹

5.3. Ratingagenturen Regelwerke für Hybridkapital

Sowohl Standard & Poor's und Moody's als auch Fitch führen einen Kriterienkatalog, den ein hybrides Instrument zur (Teil-) Anerkennung als Eigenkapital zu erfüllen hat. Darin enthalten sind unter anderem die minimale Laufzeit, keine oder nur tiefe Coupon-Step-ups nach der Non-Call -Phase (keine Anreize zur Rückzahlung aus Unternehmenssicht) sowie Aufschubsklauseln für die Erfüllung von Zinszahlungsverbindlichkeiten. Bei den Ratingagenturen setzten sich zudem transparente, mehrstufige Verfahren zur Zuteilung des prozentualen Eigen-/Fremdkapitalanteils durch. Während Standard & Poor's nur drei Zuteilungskategorien (0 %, 50 % und 100 %) kennt, ist die Zuteilungsabstufung bei den anderen beiden Ratingagenturen mit 25 %-Schritten detaillierter.

¹¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Ochsner, Roman (2016): «Corporate hybrids compendium», Credit Suisse Global Credit Research, Präsentation vom 14. November 2016, S. 44

		Fitch	Moody's	Standard & Poor's
Maturität	Minimum Maturität	30 Jahre	60 Jahre	30 Jahre
	Call-Rechte	nach fünf Jahren	nach fünf Jahren	nach fünf Jahren
	Ersatzvornahme Covenant	keine intention to replace	keine	nur verlangt bei Step-up von >25bp intention to replace
Coupon	Zinsaufschub	kumulativ	kumulativ	kumulativ
	Look-back	nicht akzeptiert, aber möglich (post deferral)	maximal sechs Monate	maximal zwölf Monate
	Step-up	25bp nach fünf Jahren möglich, maximal 100bp nach zehn Jahren	maximal 100bp nach zehn Jahren	25bp nach fünf Jahren möglich, maximal 100bp nach zehn Jahren
Ranking		vorrangig nur gegenüber Aktien	bevorzugt	nachrangig

Tabelle 1 – Zuteilungsverfahren EK/FK-Quote von Hybridkapital bei US-Ratingagenturen¹²

Die Mehrheit der Hybridpapiere am Markt werden von den dominierenden Ratingagenturen zu 50 % als Eigenkapital und zu 50 % als Fremdkapital anerkannt. Ebenso kann man beim Ratingvergleich von Fremdkapitalpapieren nach Rangfolge erkennen, dass das Rating von Pflichtwandelanleihen üblicherweise drei bis maximal sechs Notches unter dem Rating von vorrangig unbesicherten (Senior Unsecured) Anleihen zu liegen kommt. Eine Untersuchung von Scope Ratings (2016)¹³ vom Februar 2016 hat die obige Beobachtung nicht falsifiziert. Dies zeigt die untenstehende Tabelle mit einem Median-Rating-Abschlag von fünf Notches bei den 14 aufgeführten Finanzunternehmen per 19. Januar 2017.

Bank	Senior Rating	Unsecured	AT1 Rating	Delta Rating	Ausblick
Banco Santander SA	A+		BBB-	-3 Notches	stabil
Barclays Bank PLC	A		BB	-6 Notches	stabil
BBV SA	A		BB+	-5 Notches	stabil
BNP Paribas SA	A+		BBB	-4 Notches	stabil
Crédit Agricole	A		BB+	-5 Notches	positiv
Danske Bank /AS	A-		BB	-5 Notches	positiv

¹² Eigene Darstellung in Anlehnung an Jacob, Max (2014): «Hybrid-Anleihen – Ein echtes „Win-Win Produkt“», Commerzbank AG - DCM Bonds Solutions Präsentation vom 11. September 2014, S. 8

¹³ Scope Ratings (2016): «AT1 risk repricing in Europe: Driven by perception of higher coupon risk», Research Publikation vom 15. Februar 2016, S. 2f.

Deutsche Bank AG	A-	BB	-5 Notches	stabil
DNB Bank ASA	A+	BBB-	-5 Notches	stabil
HSBC Holdings PLC	AA-	BBB	-5 Notches	stabil
KBC Group NV	A	BBB-	-4 Notches	stabil
Lloyds Bank PLC	A	BB+	-5 Notches	stabil
Nordea Bank AB	A+	BBB-	-5 Notches	stabil
Société Générale SA	A	BBB-	-4 Notches	stabil
Swedbank AB	A-	BB	-5 Notches	stabil

Tabelle 2 – Ratingunterschiede Senior vs. AT1 Fremdkapital¹⁴

«Das Rating von AT1 Pflichtwandelanleihen liegt im Schnitt vier bis sechs Notches unterhalb vorrangig unbesicherter Anleihen des gleichen Schuldners.»

Bei den untenstehend exemplarisch ausgewählten 14 nichtfinanziellen Unternehmen liegt der Median-Rating-Abschlag von Standard & Poor's per 19. Januar 2017 bei zwei Notches:

Bank	Senior unsecured Rating	Hybrid Rating	Delta Rating	Ausblick
Bayer	A-	BBB	-2 Notches	negativ
BHP Billiton	A-	BBB+	-1 Notch	negativ
Electricite de France	A-	BB	-4 Notches	stabil
EnBW Energie BW	A-	BBB-	-3 Notches	negativ
Enel	BBB	BB+	-2 Notches	stabil
Engie	A-	BBB	-2 Notches	negativ
Iberdrola	BBB+	BBB-	-2 Notches	stabil
Merck	A-	BBB+	-1 Notch	stabil
Orange	BBB+	BBB-	-2 Notches	stabil
RWE	BBB-	BB	-2 Notches	stabil

¹⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Standard & Poor's (2015b): «Standard & Poor's Affirms Various Ratings - Following Review Of Corporate Hybrid Equity», RatingsDirectBB+ Bericht vom 27. Oktober 2015, S. 1ff.

SES	BBB	BB+	-2 Notches	stabil
Telefonica	BBB	BB+	-2 Notches	stabil
Total	A+	A-	-2 Notches	negativ
Volkswagen	BBB+	BBB-	-2 Notches	negativ

Tabelle 3 – Ratingunterschiede Senior- vs. Subordinated-unbesichertem Fremdkapital¹⁵

Unabhängig von der geschaffenen Transparenz wird am Markt auch Kritik und Unverständnis gegenüber dem Verhalten der grossen Ratingagenturen laut, wie beispielsweise nach dem 27. Oktober 2015, als Standard & Poor's (2015)¹⁶ 14 Emittenten den Eigenkapitalcharakter selektiver Hybridanleihen aberkannte. Laut Kögler (2015)¹⁷ war das «schwierige Zusammenspiel zwischen den Regelungen von Moody's und Standard & Poor's» der Grund für die Entscheidung. Denn «aus Sicht Moody's verliert eine Hybridanleihe ihren teilweisen Eigenkapitalcharakter, wenn das Unternehmen sein Investment Grade Rating verliert.» So haben viele Emittenten ein vorzeitiges Rückkaufsrecht im Emissionsprospekt platziert, das sie im erwähnten Fall ausüben können, doch genau dort sieht Standard & Poor's die Schwierigkeit, denn für die Ratingagentur «widerspricht dieses Rückkaufsrecht der allgemeinen Logik einer Hybridanleihe». Laut Kögler gaben daraufhin Unternehmen wie der schwedische Konzern Vattenfall eine Verzichtserklärung für die besagten Call-Rechte ab, damit der teilweise Eigenkapitalcharakter seitens der Ratingagentur Standard & Poor's wieder attestiert werden konnte.

5.4. Hybrid Covenants im Überblick

Wesentliche Gestaltungsparameter von Hybridkapital sind sogenannte Covenants. Diese in den Emissionsprospekt festgeschriebenen Klauseln dienen primär dem Schutz der Investoren, da sie dem Emittenten unter anderem während der Laufzeit bestimmte Pflichten auferlegen oder ihn gar dazu verpflichten, bestimmte Handlungen zu unterlassen. Covenants können laut Scope Rating (2014)¹⁸ das Kreditrisiko senken, indem sie die wirtschaftliche Handlungsfreiheit des Emittenten beschränken oder die Stellung der Gläubiger im Insolvenzfall bestimmen. Insbesondere für Anleihen von kleineren Emittenten mit höheren Geschäfts- und Finanzrisiken sind Covenants ein adäquates Mittel, das Risikoprofil von Hybriden zu senken.

Trotz des Fehlens eines gemeinsamen Standards weisen die am Europäischen und Schweizer Markt emittierten Hybridanleihen folgende Gestaltungsparameter auf:

Laufzeit	Kein vordefiniertes Rückzahlungsdatum bei Additional Tier 1 CoCos, mindestens fünf Jahre bei Tier 2 Pflichtwandelanleihen respektive mindestens ein Jahr bei Tier 3 Anleihen.
	Additional Tier 1 Papiere haben keinen fixen Rückzahlungszeitpunkt (unbefristet / Perpetual).
	Non-Call-Phase von fünf Jahren oder mehr (Additional Tier 1 und Tier 2), danach i.d.R. alle ein bis fünf Jahre zum Nennwert kündbar.

¹⁵ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁶ Standard & Poor's (2015b): «Standard & Poor's Affirms Various Ratings - Following Review Of Corporate Hybrid Equity», RatingsDirect Bericht vom 27. Oktober 2015, S. 1ff.

¹⁷ Kögler, Antonia (2015): «S&P sorgt für Unruhe am Hybridmarkt», Der Treasurer, Ausgabe 22, 12. November 2015, S. 2

¹⁸ Scope Ratings (2014): «Covenants: Studie zum deutschen SME Anleihenmarkt», Mittelstandsanleihen – auf dem Weg zu professionellen Covenant-Standards, Februar 2014, S. 1ff.

Kündigungsrecht	<p>Der Emittent hat ein Kündigungsrecht, das der aufsichtsrechtlichen Genehmigung vorbehalten wird, Anlegern wird kein Kündigungsrecht eingeräumt.</p> <p>Die Kündigung kann ohne Angabe von Gründen erfolgen.</p> <p>Primär spezifizierte Kündigungsereignisse sind:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Gesetzesänderungen ▪ Änderungen in den Rechnungslegungs- oder Steuervorschriften ▪ Kontroll-/Eigentümerwechsel in der Gesellschaft (Change of Control, CoC) ▪ Rating-Event (Eigenkapitalanrechnung-Ratingherabstufung) <p>Verletzung von vorab definierten Kennzahlen (Debt Covenants), wie z.B. die Unterschreitung der Eigenkapitalquote unter ein bestimmtes Level. Weitere gesichtete Klauseln sind Cross Default (Forderung neuer Konditionen oder Rücktrittsmöglichkeit des Gläubigers bei Verzug von Zahlungsverpflichtungen durch den Schuldner) oder die Negative-Pledge-Klausel (ein bestimmter Vermögensanteil darf nur durch Zustimmung des Gläubigers veräußert oder neu belehnt werden).</p>
Verlängerungsrecht	<p>Die Wahrscheinlichkeit einer Nicht-Kündigung respektive das Verlängerungsrisiko wird von diversen Faktoren beeinflusst. Ein wichtiges Element im aktuellen Umfeld ist der Umstand, dass fast alle nach 2012 begebenen hybriden Instrumente, die nicht am ersten Kündigungstermin gekündigt werden, von Standard & Poor's nicht mehr teilweise an das Eigenkapital angerechnet werden. Dies führt dazu, dass Herausgeber mit einem tendenziell schlechteren Rating rechnen müssen und die Anreize ansteigen, den Hybriden an einem der anstehenden Kündigungstermine zu kündigen. Dieses Szenario ist auch in Zusammenhang mit der tendenziellen Aufweichung von Investorenschutzklauseln in den letzten Jahren zu beobachten. In einem Umfeld steigender Kreditrisikoprämien kann ein beispielsweise 2014 bis 2017 zu historisch tiefen Kreditaufschlägen emittierter Hybride möglicherweise mehrere Jahre nicht gekündigt werden, da die Refinanzierung teurer zu stehen kommen würde als die Beibehaltung des bestehenden Fremdkapitalinstruments.</p>
Coupon und Stundungsmöglichkeit	<p>Für die Non-Call-Phase wird i.d.R. ein fixer Coupon definiert.</p> <p>Nach Ablauf der Non-Call-Phase gehen die Mehrheit der seit 2012 emittierten Hybridinstrumente in einen variablen Coupon über. Dieser wird durch einen Libor- oder Euribor Swapsatz (z.B. fünfjähriger CHF Libor) plus eine vorab definierte Kreditrisikoprämie (z.B. + 300bp) definiert.</p> <p>Es bestehen verschiedene Stundungsmöglichkeit des Coupons:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ regulatorisch: bei zu geringer Finanzkraft des Unternehmens oder durch die Finanzaufsicht bei Finanzintermediären ▪ obligatorisch: bei vorab bestimmten Kriterien wie z.B. dem Dividendestopp an die Aktionäre ▪ optional: z.B. nach freiem Ermessen des Emittenten <p>Dabei können nicht ausbezahlte Coupons entweder zu einer späteren Auszahlung kumuliert werden (mit sowie ohne Zinseszins), oder auch verfallen. Sobald der Emittent jedoch Dividenden an seine Aktionäre ausschüttet, werden auch die gestundeten Coupons zur Auszahlung fällig.</p> <p>Möglich ist auch der Einbau von weiteren Covenants wie das Nichtergreifen von rechtlichen Schritten durch Gläubiger bei einem Ausfall des Coupons für eine vorab definierte Periode (Cure Periods).</p>
PIK-Klausel	<p>Auch Payment-in-Kind (PIK)-Klauseln kommen gerade in Emissionsprospekten von Hybriden und Hochzinsanleihen oft vor. Hier werden Coupons i.d.R. in einen höheren Nominalwert umgewandelt statt dem Fremdkapitalgeber ausbezahlt.</p>

	<p>Bei PIK-Toggle Anleihen kann der Emittent in einer Anfangsperiode zwischen der Bezahlung des Coupons in Cash, in Kind oder einem 50:50 % Verhältnis wählen.</p> <p>Hinzu kommen weitere Varianten wie Contingent Cash bzw. Pay if you can, bei denen unter gewissen Umständen fällige Coupons ebenfalls in Kind umgewandelt werden können.</p> <p>Wenn spezifische PIK-Ausstattungsmerkmale vorhanden sind, wie PIK for Life oder ein zinsloses Aktionärsdarlehen, behalten sich Ratingagenturen das Recht vor, diese Anleihen bei der Herleitung des Emittentenratings auszuschliessen. Der Ausschluss berücksichtigt dabei noch weitere Kriterien wie die Marktfähigkeit des Fremdkapitals oder dessen Grösse im Verhältnis zu der Gesamtkapitalstruktur des Unternehmens.</p>
Nachrangigkeit	<p>Der Grad der Nachrangigkeit wird emissionspezifisch definiert.</p> <p>Gerade Ergänzungskapital (Additional Tier 1 vor Tier 2 und vor Tier 3) ist anderem Fremdkapital in der drohenden oder bereits aktivierten Insolvenz nachrangig.</p> <p>Klauseln wie Pari Passu müssen für jeden Emittenten detailliert untersucht werden. Für Investoren ist deshalb die Kenntnis über die gesamten Kapitalverbindlichkeiten sowie deren Ausgabe- und Rückzahlungsprofile unerlässlich.</p>
Wandlungsrecht	<p>Die Wandlungsoption von Fremdkapital in Eigenkapital wurde bisher kaum am Markt gesichtet.</p> <p>Vielmehr besteht, z.B. bei CoCos, bei Unterschreiten einer vorab definierten Solvabilitätsgrenze, eine Umwandlungspflicht.</p>
Negativklausel	<p>Negativklauseln verpflichten Emittenten, für künftige Verbindlichkeiten keine Sicherheiten zu bestellen.</p> <p>Damit soll verhindert werden, dass sich die den Anleihegläubigern im Insolvenzfall zur Verfügung stehenden Vermögenswerte des Unternehmens während der Laufzeit der Anleihe verringern.</p>
Pari-Passu-Klausel	<p>Die Pari-Passu-Klausel soll gewährleisten, dass künftige (unbesicherte) Forderungen gegenüber gegenwärtigen Forderungen gleichrangig sind.</p>
Kontrollwechselklausel	<p>Kontrollwechselklauseln geben Anleihegläubigern ein Sonderkündigungsrecht, wenn der Mehrheitsgesellschafter wechselt.</p> <p>Die Rückzahlung der Anteile erfolgt dann zum Nominalwert oder zu einem anderen zuvor in den Anleihebedingungen vereinbarten Betrag.</p>
Ausschüttungssperre	<p>Durch Ausschüttungssperren bzw. Thesaurierungspflichten wird vermieden, dass Eigenkapitalgeber besser als Fremdkapitalgeber gestellt werden.</p> <p>Ausschüttungsbegrenzungen können sich zum Beispiel auf einen gewissen Anteil des Jahresüberschusses beziehen, der nicht an Eigenkapitalgeber ausgeschüttet werden darf.</p> <p>Beim Verstoss gegen diese Klauseln haben die Anleihegläubiger in der Regel ein Sonderkündigungsrecht.</p> <p>Aus Sicht einer Ratingagentur kann durch entsprechende Klauseln die Bilanzqualität des Emittenten verbessert werden.</p>
Drittverzugs-klausel	<p>Die Drittverzugs-klausel (Cross Default) gesteht Anleihegläubigern ein vorzeitiges Kündigungsrecht zu, wenn der Emittent seinen Zahlungen für die Anleihe zwar nachkommt, jedoch die Zahlungsverpflichtungen gegenüber anderen relevanten Gläubigern verletzt.</p>

Kapitalstrukturauflagen	Kapitalstrukturauflagen sind Mindestanforderungen an die künftige Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten. Sie beziehen sich auf die finanzielle Situation des Kreditnehmers und verpflichten diesen, während der Kreditlaufzeit bestimmte Kennzahlen oder Grenzwerte (Ober- bzw. Untergrenzen) einzuhalten.
	Sie beziehen sich zum Beispiel auf folgende Elemente:
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eigenkapitalausstattung ▪ Eigenkapital- bzw. Fremdkapitalquote ▪ Mindestliquidität ▪ Kapitaldienstdeckung ▪ Neuverschuldung ▪ Rentabilitätskennzahlen
Tax-Covenants	Gross-up-Klauseln halten üblicherweise in Kredit- respektive Darlehensverträgen Zahlungen ohne steuerliche Abzüge unter den Vertragsparteien fest. Ausnahmen stellen gesetzliche Rahmenbedingungen dar.
	Hybride können Gross-up-Event-Klauseln enthalten, die einen sogenannten Special Event darstellen können, wodurch dem Emittenten eine Sonderkündigungsoption eingeräumt wird.
Massgeschneiderte Covenants	Folgende, teils exotische Auflagen konnten bei Hybrid- und Mittelstandsanleihen ebenfalls beobachtet werden:
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Treuhandkonten mit Liquiditätsreserven ▪ Einschränkungen für die Ausgabe weiterer Anleihen ▪ Bevorrechtigte Zuteilung von Aktien bei einem IPO ▪ Verpflichtungen im Umgang mit Markenrechten ▪ Verpflichtungen für die Gewinnabführung aus Tochtergesellschaften ▪ Reporting Covenants

Tabelle 4 – Hybrid Covenants im Überblick¹⁹

«Die zahlreichen und teilweise in der Deutung komplexen Hybrid Covenants sorgen heute noch für Bewerbungsherausforderungen und erhöhtes Überraschungspotential am Markt.»

¹⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Scope Ratings (2014): «Covenants: Studie zum deutschen SME Anleihenmarkt», Mittelstandsanleihen – auf dem Weg zu professionellen Covenant-Standards, Februar 2014, S. 1ff.

5.5. Gestaltungsmerkmale von Pflichtwandelanleihen

Im Rahmen der Neuausrichtung der EU-Finanzarchitektur und der Solvency-II-Richtlinie haben sich seit 2015 drei Klassifikationen von nachrangigem Fremdkapital herausgebildet. Einen exemplarischen Überblick über die heute am Markt vorherrschenden Klassifikationskriterien arbeitete Société Générale (2016)²⁰ aus. Die untenstehende Darstellung (vgl. Tabelle 5) zeigt typische Merkmale von Additional Tier 1, Tier 2 und Tier 3 Bankkapital exemplarisch auf:

Bank	Additional Tier 1	Tier 2	Tier 3
Nachrangigkeit	zusätzliches Kernkapital (going-concern), vorrangig nur zu hartem Eigenkapital	Eränzungskapital (gone-concern), vorrangig zu Additional Tier 1 Kapital	Eränzungskapital (gone-concern), vorrangig zu Tier 2 Kapital
Verlustabsorption	zwingender Abschreiber (Write-down) oder Wandlung in Aktien (Equity Conversion) bei Verletzung der Solvency Capital Requirements (SCR)	zwingender Abschreiber (Write-down) oder Wandlung in Aktien (Equity Conversion) bei Verletzung der Solvency Capital Requirements (SCR)	zwingender Abschreiber (Write-down) oder Wandlung in Aktien (Equity Conversion) bei Verletzung der Solvency Capital Requirements (SCR)
Verfall und Rücknahme	kein Verfall (Perpetual), kein Call während der ersten fünf Jahre, keine Rücknahme bei SCR-Verletzung, Rücknahme nur durch Platzierung gleich- oder höherwertiger Tier 1 Anleihen und mit Einverständnis des Regulators	Mindestens fünf Jahre, kein Call während der ersten fünf Jahre, keine Rücknahme bei SCR-Verletzung, Rücknahme nur durch Platzierung gleich- oder höherwertiger Tier 1 Anleihen und mit Einverständnis des Regulators	mindestens ein Jahr Restlaufzeit je nach Land unterschiedlich
Rückzahlungsanreize	keine, auch kein Coupon-Step-up	nur limitierte Anreize, z.B. Coupon Step-up nach zehn Jahren mit max. 100bp oder 50 % der ursprünglichen Kreditrisikoprämie	je nach Land unterschiedlich
Kosten aus Emittentensicht	Coupon diskretionär handhabbar, bei SCR-Verletzung muss Coupon ausgesetzt werden (nicht kumulierbar)	Coupon muss zwingend bezahlt werden	je nach Land unterschiedlich
Limit Kapitalzusammensetzung	im Mindestfall 50 % der regulatorisch geforderten Eigenmittel	Tier 2 und Tier 3 = max. 50 % der SCR	max. 15 % der SCR

Tabelle 5 – Übersicht Merkmale von Additional Tier 1, Tier 2 und Tier 3 Pflichtwandelanleihen²¹

Aufgrund oben genannter Determinanten sind Hybride nicht mit partiarischen Darlehen zu verwechseln, da sie Gläubiger nicht an Verlusten beteiligen und durch die erfolgsabhängige Vergütung bei solventen Schuldnern mit einer Call-Option vergleichbar sind.

²⁰ Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», Model vs market prices as of 29 September 2016, S. 69

²¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», Model vs market prices as of 29 September 2016, S. 69

6. Hybridkapital bei nichtfinanziellen Unternehmen

6.1. Die Anfänge von Hybridkapital bei nichtfinanziellen Unternehmen

Erste Hybride wurden in den 1980er Jahren in den USA emittiert. Bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) wurde im Juli 1988 im Papier «Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen»²² erstmals der Begriff «hybride Instrumente» erwähnt und umschrieben. Die Verbreitung von hybriden Kapitalinstrumenten liess jedoch über eine Dekade auf sich warten. Erst mit der offiziellen Anerkennung von Hybriden als Eigenkapitalanteil durch das Board of Governors of the Federal Reserve System (FED) im Jahre 1996²³ und, mittels eines Rahmenkonzepts zur Zuteilung des Aktienanteils von 0 % bis 100 %, drei Jahre später durch Moody's²⁴, gewann diese Sub-Anlageklasse zunehmend an Akzeptanz.

6.2. Marktentwicklung von 2003 bis 2016

Gemäss Greenwood et al. (2014)²⁵ wurde die erste europäische Hybridanleihe durch den deutschen Technologie- und Gaskonzern Linde herausgegeben. Laut den Autoren wurden die aktienähnlichen Elemente der Anleihe zu jener Zeit durch die Ratingagenturen noch nicht gewürdigt. Dies änderte sich mit der 2005 emittierten Hybridanleihe der französischen Group Casino, als Standard & Poor's das Papier aufgrund der endlosen Laufzeit (Perpetual) teilweise als Aktie anerkannte.

Hybridemissionen waren bis zum Ausbruch der Finanzkrise sehr selten. Durch die gemeinsamen Zinssenkungen wichtiger Zentralbanken, wie beispielsweise der Europäischen Zentralbank, der US-Notenbank Federal Reserve oder der britischen Bank of England ab Oktober 2008²⁶, fielen die nominalen Zinsniveaus in vielen Industriestaaten bis 2016 signifikant. Mit den auf längere Zeit in Aussicht gestellten niedrigen Nominalzinsen entdeckten Fixed-Income-Investoren hybride Instrumente bei der Suche nach Zusatzrenditen neu.²⁷ 2011 legte Allianz als erste Versicherung eine verlustabsorbierende Anleihe auf. Innovative Rückversicherer wie die Swiss Re gelangten 2012 mit den ersten Stock Settlement Notes an den Markt, die erste Contingent-Write-off Anleihe einer Rückversicherung wurde im 2. Semester 2013 von Swiss Re herausgegeben.

²² BIZ (1988): «Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen», Juli 1988, URL: <http://www.bis.org/publ/bcbsc111de.pdf> [18.01.2017], S. 4

²³ Federal Reserve (1996): «Press Release», 21. Oktober 1996, URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bcreg/1996/19961021/default.htm> [19.01.2017], S. 1

²⁴ Hoerning, Andreas (2011): «Hybrides Kapital im Jahresabschluss», Schriften zum Europäischen und internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht, Band 41, Ausgabe vom 19. August 2011, S. 180

²⁵ Greenwood, Luke, Man, Lyndon und Sattarzadeh, Samira (2014): «The Corporate Hybrid: Expanding Market Offers Opportunities in this Financial Instrument», Invesco Fixed Income White Paper Series, URL: <http://www.invescoeuropa.com/CE/Benelux/Institutional/IFI/Whitepapers/Corporate%20Hybrid%20Expanding%20Market%20Offers%20Opportunities.pdf> [15.03.2017], S.1

²⁶ o.V (2016): «Mehrere Zinssenkungen», N-TV Bericht vom 8. Oktober 2008, URL: <http://www.n-tv.de/wirtschaft/meldungen/Mehrere-Zinssenkungen-article27587.html> [19.01.2017], S. 1

²⁷ Karadagoglu, Alihan (2014): «EUR Hybridanleihen: neues Rekordjahr 2015?», Erste Group Credit Markets Research, Publikation vom 24. November 2014, S. 1ff.

Darauf folgte ab 2013 eine Renaissance von Hybridemissionen europäischer Industrieunternehmen, die die Flexibilität der Strukturierungsmöglichkeiten bei Hybriden neu für sich entdeckten. Seit dieser Zeit sind Investoren zunehmend bereit, für erhöhte Erträge auf der Fixed-Income-Seite zusätzliche Risiken einzugehen. Mit der Geburtsstunde des berühmten Draghi-Puts, nachdem Draghi (2012)²⁸ am 26. Juli 2012 mitgeteilt hatte, dass er alles Notwendige tun würde, um einem allfälligen Kollaps der Eurozone entgegenzuwirken, nahm die Risikobereitschaft der Investoren wieder spürbar zu. Damit einhergehend senkten sich sowohl die Kreditrisikoprämien von nahezu allen westlichen Schuldnerstaaten als auch der Mehrheit der Unternehmen. Diese Entwicklung unterstützte die Emissionstätigkeit von Hybriden wesentlich.

«Der Draghi-Put steigerte die Risikobereitschaft der Fixed-Income-Investoren gerade in Europa spürbar und begünstigte so die Entwicklung von Hybriden.»

In Europa gaben primär kapitalintensive Schuldner Hybride zur Verbesserung Ihrer Kapitalstruktur heraus. Dies wird in der untenstehenden Abbildung zur Emissionstätigkeit von Hybriden bei europäischen Nichtfinanzunternehmen von Standard & Poor's (2015a)²⁹ für die Zeit vom 1. Januar 2014 bis 22. April 2015 veranschaulicht:

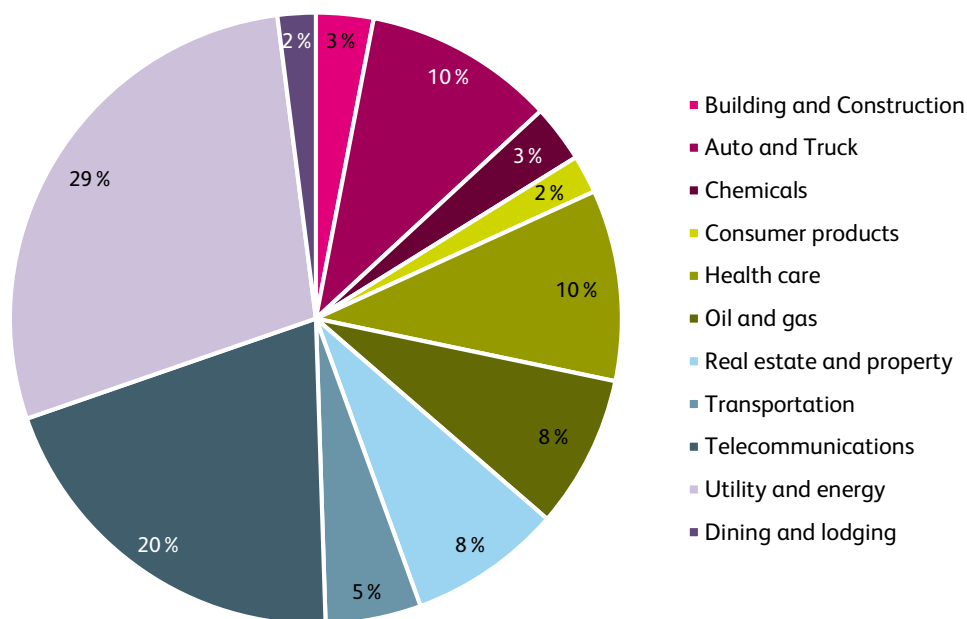


Abbildung 3 – Non-Financial Hybrid-Emissionsvolumenanteil in Europa nach Sektor³⁰

²⁸ Draghi, Mario (2012): «Verbatim of the remarks made by Mario Draghi», Global Investment Conference in London vom 26. Juli 2012, URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> [14.02.2017], S. 1

²⁹ Standard & Poor's (2015a): «Inside Credit: European Corporate Hybrid Issuance Gains Speed Ahead Of First Refinancing Test This Year», European Corporate Hybrid Issuance by Sector 2014 and 2015, Rating Direct Publikation vom 18. Mai 2015, URL: https://www.agefi.com/fileadmin/user_upload/documents/Redaction/European_Corporate_Hybrid_Issuance_May-18-2015_05_43.pdf [24.11.2016], S. 7

³⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Standard & Poor's (2015a): «Inside Credit: European Corporate Hybrid Issuance Gains Speed Ahead Of First Refinancing Test This Year», European Corporate Hybrid Issuance by Sector

«Hybride werden primär durch kapitalintensive Schuldner mit Investment Grade zur Verbesserung der Kapitalstruktur herausgegeben.»

Berücksichtigt man Daten bis 2005 gehen rund 40 % der Emissionstätigkeit auf den Sektor Utility & Energy zurück. Bekannte Namen wie DONG, EDF, Enel, GDF Suez, Iberdrola, National Grid, OMV, RWE oder Vattenfall gehören zu den aktiven Hybrid-Emittenten des Sektors. Beim zweitaktivsten Sektor Telekommunikation waren Koninklijke KPN, Telekom Austria, Telecom Italia Mobile, Telefónica oder Total aktiv. Insgesamt wurden in Europa über die letzten 14 Jahre jährlich bis EUR 28 Mia. emittiert. Insgesamt beläuft sich das Emissionsvolumen von hybriden Unternehmensanleihen auf rund EUR 112 Mia. Dabei war der Anteil der in Euro denominierten Papiere bis auf das Jahr 2012 stets der Grösste. Die dargestellten 2016-er Daten gehen bis einschliesslich 26. September 2016³¹. Global Capital (2015)³² schätzt die Grösse des auf Euro lautenden Hybridmarktes auf annäherungsweise EUR 85 Mia.

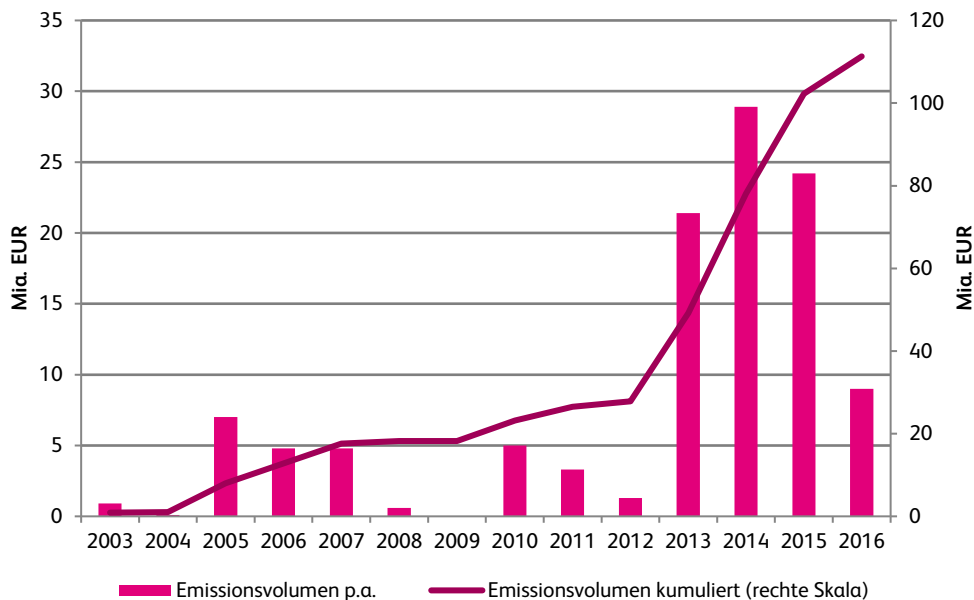


Abbildung 4 – Entwicklung Non-Financial Hybrid-Emissionsvolumen in Mia. EUR³³

Betrachtet man die Emissionstätigkeit in Europa nach Rating ab 2005 bis einschliesslich 22. April 2015 wird ersichtlich, dass Hybride primär von Schuldnern mit Investment Grade herausgegeben werden. Dies ist auch deckungsgleich mit den Interessen der Investoren, die gerade

2014 and 2015, Rating Direct Publikation vom 18. Mai 2015, URL: https://www.agefi.com/fileadmin/user_upload/documents/Redaction/European_Corporate_Hybrid_Issuance_May-18-2015_05_43.pdf [24.11.2016], S. 7

³¹ BMI Research (2016): «Corporate Financing Analysis - Hybrid Bonds Enjoy A Revival», Publikation vom 26. September 2016, URL: <http://www.corporatefinancingweek.com/corporate-financing-analysis-hybrid-bonds-enjoy-revival-26-sept-2016> [24.11.2016], S. 1

³² Global Capital (2015): «Euro corporate hybrid bonds – To stay over the cycle», Publikation vom 8. Oktober 2015, URL: <http://www.globalcapital.com/article/tggh3g30y1hf/euro-corporate-hybrid-bonds-to-stay-over-the-cycle> [24.11.2016], S. 1ff.

³³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Global Capital (2015): «Euro corporate hybrid bonds – To stay over the cycle», Publikation vom 8. Oktober 2015, URL: <http://www.globalcapital.com/article/tggh3g30y1hf/euro-corporate-hybrid-bonds-to-stay-over-the-cycle> [24.11.2016], S. 1ff. sowie BMI Research (2016): «Corporate Financing Analysis - Hybrid Bonds Enjoy A Revival», Publikation vom 26. September 2016, URL: <http://www.corporatefinancingweek.com/corporate-financing-analysis-hybrid-bonds-enjoy-revival-26-sept-2016> [24.11.2016], S. 1

bei Hybriden mit tiefem Liquidationswert besonderes Augenmerk auf starke Fundamentaldaten eines Schuldners legen.

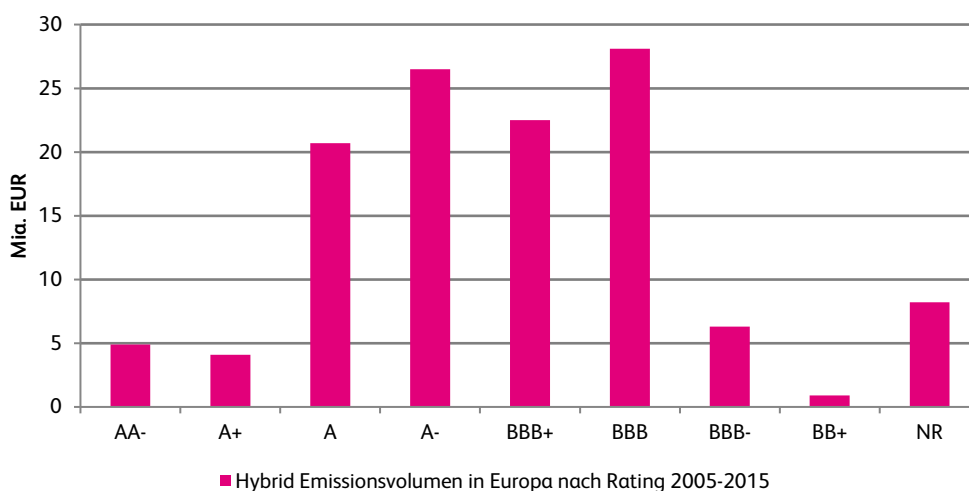


Abbildung 5 – Non-Financial Hybrid-Emissionsvolumen nach Rating in Mia. EUR³⁴

Aufgrund der starken Hybridemissionsjahre 2013 bis 2015 lohnt sich ein Blick auf die zeitliche Verteilung der erstmaligen Call-Möglichkeiten von in EUR denominierten Hybrid-Unternehmensanleihen.

«Von 2017 bis 2021 besteht ein erhöhtes Call-Risiko für bestehende Hybride von nichtfinanziellen Unternehmen. In einer möglichen Zinserhöhungsphase sowie bei stabilen Kreditrisikoprämien ist die kurze Duration für Investoren interessant.»

Für die Jahre 2017 bis 2021 bestehen zahlreiche und umfangreiche Rückzahlungsmöglichkeiten seitens der Emittenten. Bei schwachen Schuldnern besteht aus Investorensicht gleichzeitig das Risiko der Nicht-Rückzahlung, da diese eine Refinanzierung am Markt oft teurer zustehen käme als die Beibehaltung der am Sekundärmarkt weiterbestehenden Hybridanleihe:

³⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Standard & Poor's (2015a): «Inside Credit: European Corporate Hybrid Issuance Gains Speed Ahead Of First Refinancing Test This Year», *European Corporate Hybrid Issuance by Sector 2014 and 2015*, Rating Direct Publikation vom 18. Mai 2015, URL: https://www.agefi.com/fileadmin/user_upload/documents/Redaction/European_Corporate_Hybrid_Issuance_May-18-2015_05_43.pdf [24.11.2016], S. 5

Detailliertere Auswertungen und Zahlen zu Größenverhältnissen und Kapitalstruktur des Bankenhybridmarktes sowie zur Entwicklung des Pflichtwandelanleihenmarktes von 2009 bis 2016 sind in den Abschnitten 5.6 nachzulesen.

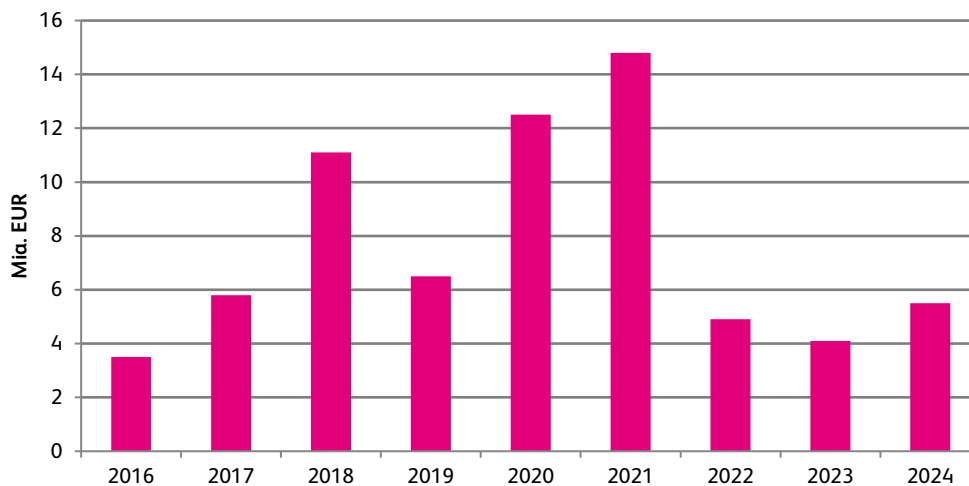


Abbildung 6 – First-Call-Daten ausstehender Non-Financial Hybride in Mia. EUR³⁵

6.3. Vor- und Nachteile aus Emittentensicht

Folgend werden Vor- und Nachteile von Hybriden aus Emittentensicht punktuell dargestellt:

Vorteile

- Da die bezahlten Zinsen in den meisten europäischen Ländern steuerlich voll absetzbar sind, ist dieser Effekt aus Unternehmenssicht nicht zu unterschätzen.
- Anleihen mit PIK-Klauseln schonen die Liquidität des Emittenten.
- Unternehmen können die Fälligkeitsstruktur selbst mitbestimmen, indem sie Hybride zurückbezahlen oder nicht. Dies erhöht die Flexibilität bei der Steuerung des Mittelflusses innerhalb eines Unternehmens.
- Hybridkapital kann von den drei grossen Ratingagenturen je nach Ausgestaltung zu einem erheblichen Anteil als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt werden. Die mit einer Hybrid-Emission einhergehenden neuen liquiden Mittel, die aus Herausgeber-sicht gewonnene Flexibilität sowie die Stärkung des Eigenkapitals verschaffen dem Emittenten häufig ein besseres Rating. Dieses vergünstigt tendenziell neu aufzunehmendes Fremdkapital, was sich positiv auf die Gewinnmarge auswirkt.
- Trotz vergleichsweise hohen Verzinsungskosten kann die Aufnahme von Hybridkapital insgesamt zur Senkung der Gesamtkapitalkosten führen, da das verbesserte Rating andere Finanzierungen überproportional vergünstigt.
- Bei Unternehmensübernahmen bleibt die bestehende Stimmrechtsverteilung durch die Aufnahme von Hybridkapital zur Stärkung des Eigenkapitals unverändert. Auch entfallen aufwändige Kapitalerhöhungen in Verbindung mit Einberufung von Generalversammlungen.

Nachteile

- Kleine Unternehmen verfügen oft nicht über die kritische Grösse, um erfolgreich Hybridanleihen mit starken Emissionspartnern am Markt platzieren zu können.
- Der regulatorische Druck zum Aufbau von weiterem verlustabsorbierendem Kapital lastet nach wie vor auf Finanzunternehmen. Die Rentabilität der betroffenen Unternehmen wird aufgrund risikoadjustierter Überlegungen (Abbau risikobehafteter Aktiva durch Kapitalunterlegungspflicht) tendenziell zurückgehen.

³⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Veltmann, Lars, Simon, Ulrich und Schneeberger, Christian (2015): «Corporate Hybrid Capital Structuring», UniCredit Corporate & Investment Banking, 8. Oktober 2015, S. 1ff.

- Der Coupon kann gestundet werden oder gar verfallen. In Anbetracht dessen, dass AT1 CoCos im Durchschnitt 1.5% der risikogewichteten Aktiven bei europäischen Banken ausmachen und bei gleichzeitiger Unterstellung eines 7% - Coupons würde die Stundung oder der Ausfall eines Coupons die CET1 Ratio jedoch nur um zu vernachlässigende 0.1% verbessern. Das an Investoren gesendete Negativsignal wäre für künftige Emissionen weitaus negativer einzustufen.
- Unternehmen sind regulatorischen Änderungen ausgesetzt. Sollten sich die Kriterien für die Zuteilung des Eigenkapitalanteils bei einer der drei grossen Ratingagenturen ändern, kann dies zu einer Neubeurteilung der Attraktivität des ausstehenden Hybridkapitals und somit zu neuen Hybrid-Finanzierungen führen.

6.4. Stimmen der Ratingagenturen zu Hybrid-Emissionen

Untenstehend werden sechs Testimonials der bedeutenden Ratingagentur Moody's wiedergegeben. Sie wurden aufgrund ihrer öffentlichen Verfügbarkeit ausgewählt und sind exemplarischer Natur. Es wird ersichtlich, dass die abgebildeten Kommentare tendenziell einen positiven Einfluss auf die Beurteilung der Liquidität und der Kreditqualität der Schuldner haben:

Moody's zu China Jimao, Januar 2017	«Moody's anerkennt die vorgeschlagenen ewigen Titel als Hybridinstrumente mit einem 50%-igen Eigenkapitalanteil für die Berechnung des Verschuldungsgrads. (...) Die vorgeschlagene Hybrid-Emission wird China Jimao's Liquidität weiter stärken. Die Liquidität der Firma bleibt stark, trotz ihrer verstärkten Grundstücksinvestitionen im Jahr 2016.»
Moody's zu Lanxess, November 2016	«Der vorgeschlagene Hybride ist stark nachrangig, hat eine Laufzeit von 60 Jahren, keinen Verzugsverfall und Lanxess kann Coupons auf kumulierter Basis aufschieben. Aus Moody's Sicht hat der Hybride aktienähnliche Merkmale (C-Basket Zuteilung), was einer Eigenkapitalbehandlung zur Berechnung der Kreditquoten durch Moody's von 50% entspricht.»
Moody's zu Total, September 2016	«Das A2 Rating, das der neuen Hybridanleihe verliehen wurde, ist zwei Notches unter Total's Senior-unbesichertem-Rating von Aa3 und ist in Übereinstimmung mit dem Rating, das Total's bereits existierenden Hybridanleihen verliehen wurde. (...) Die neue Hybridanleihen qualifizieren sich für den C-Basket und somit einer 50%-Anrechnung an das Eigenkapital zur Berechnung der Kreditquoten durch Moody's.»
Moody's zu TDC, Februar 2013	«Das Ba2-Rating, das der Hybridanleihe verliehen wurde, ist zwei Notches unter TDC's Senior-unbesichertem-Rating von Baa3. Die Emission des Hybriden stützt die finanzielle Lage des Emittenten und ist in Übereinstimmung mit der Kategorie des Senior-unbesicherten-Ratings von Baa3 und dem vom Management öffentlich gemachten Bekenntnis, das Investment Grade Rating beizubehalten.»
Moody's zu EnBW Energie, Dezember 2011	«Moody's berücksichtigt die Emission von EUR 750 Millionen an Hybridanleihen von EnBW im September 2011, die positiven Effekte auf die Liquidität sowie den Verschuldungsgrad als Resultat der 50%-Anrechnung an das Eigenkapital gemäss Moody's Methode für Hybridkapital hat.»
Moody's zu Hutchison Whampoa, Oktober 2010	«Moody's gibt heute bekannt, dass es das A3 Emittenten Rating und das Anleihen Rating für Senior unbesicherte Anleihen für Hutchison Whampoa Ltd (HWL) nach dessen Emission von USD 2 Milliarden an nachrangigem Hybridkapital bestätigt. Die Bekräftigung des A3-Ratings spiegelt unsere Erwartung wider, dass die Hybrid-Emission dabei helfen wird, HWL's Verschuldungsgrad zu verbessern (...). Die zwei Hybrid-Emissionen zeigen die Bestrebungen von HWL, die Schulden abzubauen.»

Tabelle 6 – Hybridkapital-Testimonials von Moody's³⁶

³⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Moody's (2010-2016): «Rating Action», Diverse Rating Action Meldungen der Jahre 2010 bis 2016 durch Moody's Investor Relation Services, S. 1ff.

6.5. Vor- und Nachteile aus Investorensicht

Im Folgenden werden die Vor- und Nachteile von Hybriden aus Investorensicht punktuell dargestellt:

Vorteile

- Bei gesunden Unternehmen mit transparentem Geschäftsmodell kann Hybridkapital für Investoren eine interessante Alternative zu einer Aktie darstellen.
- Der Asset Swap Spread von Hybriden war 2015 im Durchschnitt rund viermal grösser als der einer vorrangig besicherten Anleihe des gleichen Emittenten. Im aktuellen Tiefzinsumfeld wird diese Prämie als sehr attraktiv gesehen.
- Die beobachtbare Vergangenheit zwischen 2011 und 2016 zeigt, dass hybride Instrumente gegenüber Aktien ein tieferes Schwankungsrisiko bei attraktivem Zinseinkommen aufweisen. Gerade bei europäischen Finanzunternehmen wurden in der oben genannten Phase Investoren von Hybridpapieren risikoadjustiert überdurchschnittlich gut entschädigt.
- Gegenüber Wandelanleihen weisen sie einen deutlich höheren Einkommensstrom ab Emission aus. Es muss nicht erst eine Wandelparität erreicht werden, damit ein vergleichbar hohes Wertsteigerungspotential generiert werden kann.
- Gegenüber Hochzinsanleihen mit vergleichbar hohen Einkommensströmen liegt der Vorteil von Hybriden darin, dass man in der Regel in Schuldner mit guter bis sehr guter Qualität investiert, dies jedoch auf einer tiefen bis sehr tiefen Besicherungsstufe. Das heisst, dass ein Ausfall eines erstklassigen Schuldners historisch gesehen deutlich unwahrscheinlicher ist als ein Ausfall eines Non-Investmentgrade-Emittenten.
- Die Sensitivität von Hybriden gegenüber Aktien nimmt historisch betrachtet erst bei sehr starken Aktienpreistrückgängen spürbar zu. Bei kurzfristigen Aktienvolatilitäten von +/- 20 % reagierten Hybridkurse also bisher kaum. Selbst bei kontinuierlichen Kursverlusten von Versorgern von über -50 % über eine Phase von zwei Jahren konnten Perpetuals positive Gesamtergebnisse in Schweizer Franken verzeichnen.
- Hybride Instrumente sind wie herkömmliche Anleihen an gängigen Börsen kotiert.

Nachteile

- Ein erheblicher Anteil der Hybrid-Emissionen richtet sich an institutionelle Investoren (hohe Mindeststückelungen). Die Liquidität kann im historischen Kontext aufgrund der wenigen Marktteilnehmer für zahlreiche Papiere nur als mässig eingestuft werden.
- Für Privatanleger besteht oft eine Wissensasymmetrie in Punkto Produktkomplexität.
- Hybridanleihe-Emissionen bewegen sich in der Schweiz zwischen CHF 70 Mio. und CHF 700 Mio. Die kleinen Emissions- und Handelsvolumen können temporär zu ausgeprägter Illiquidität führen.
- Der Coupon ist für Investoren i.d.R. zu 100 % einkommenssteuerpflichtig.
- Anleihen mit PIK-Klauseln lassen vorerst keinerlei Mittelflüsse zum Fremdkapitalgeber zu. In einem Insolvenzfall ist diese Klausel somit besonders schlecht für den Fremdkapitalgeber. Hinzu kommt, dass eine PIK-Klausel die Wirkung einer Durationserhöhung entfaltet.
- Call-Wahrscheinlichkeiten eines hybriden Instrumentes sind trotz Vorliegen des Emissionsprospektes oft nur schwierig zu schätzen. Damit verbunden ist die Unsicherheit des jeweils adäquaten Durationsrisikos.

Unter erheblichem und anhaltendem Marktstress, wie dies 2008 der Fall war, sind Hybride erhöhten Wertschwankungen unterworfen. Sollte es zu einem Ausfall des Schuldners kommen, muss von sehr tiefen Rückgewinnungsquoten ausgegangen werden.

7. Hybridkapital bei Finanzunternehmen

«Die Forderung, automatische Sprinkleranlagen zu installieren, reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass ein Gebäude bis auf die Grundmauern niederbrennt, aber sie eliminiert diese Möglichkeit nicht. Diese Systeme zu haben, ist so, wie CoCos auf der Passivseite der Bilanzaufstellung von grossen Finanzinstituten zu haben: Es verringert die Kosten für die Brandschutzversicherung, oder eben die Kosten für den Steuerzahler für die mit eingeschlossene Too-big-to-fail-Garantie der Regierung.»

*George M. von Furstenberg, J.H. Rudy Prof. Em.
Universität Indiana, Bloomington³⁷*

7.1. Pflichtwandelanleihen als Kinder der Krise

Wall (1989)³⁸ war seiner Zeit wohl voraus, als er in seinem Paper «A Plan for Reducing Future Deposit Insurance Losses: Puttable Subordinated Debt» über Pflichtwandelanleihen im Journal «Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review» schrieb. Trotz diverser Rückschläge während des Zerplatzens der Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende waren Finanzunternehmen in ihrer Existenz nie grundlegend als systemisch relevanter Baustein gefährdet. Während der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise war dies allerdings anders, so wurde in zahlreichen Rettungsmassnahmen 2009 die erste kotierte Pflichtwandelanleihe (damals Enhanced Capital Notes, ECN genannt) von der Grossbank Lloyds in England emittiert, die bei Unterschreiten des vorab vereinbarten CET1 Triggers zu Aktien umgewandelt werden konnte. Daraufhin folgten weitere Finanzinstitute mit der Emission von Contingent Capital (CoCos, auch Buffer Capital Notes, BCN genannt). Der Grundgedanke war im Kern derselbe: Die Schaffung eines neuen Kapitalinstruments, das in Notlage geratenen Unternehmen de facto automatisch höherwertiges Kapital beschafft. Zugleich sollen künftig nicht Steuerzahler bzw. der Staat, sondern Investoren an Verlusten von quasi-insolventen Unternehmen beteiligt werden und die systemischen Risiken durch die Verzögerung oder gar das Verhindern einer Bankeninsolvenz verkleinert werden.

Trotz Bestrebungen von Regulatoren, möglichst einheitliche Kapitalmarktinstrumente zur Verlustabsorption zu schaffen, zeigt die nähere Betrachtung der sich im Umlauf befindlichen Papiere eine hohe Heterogenität auf. Die verschiedenen nationalen Interpretationen und Bedürfnisse der Emittenten haben zu einer Vielfalt von CoCos geführt.

«Trotz Bestrebungen von Regulatoren, möglichst einheitliche Kapitalmarktinstrumente zur Verlustabsorption zu schaffen, zeigt die nähere Betrachtung der sich im Umlauf befindlichen Papiere eine hohe Heterogenität auf.»

³⁷ Von Furstenberg, George M. (2011): «Concocting Marketable Cocos», HKIMR Working Paper No.22/2011 vom 27. Juli 2011, Seite 27

³⁸ Wall, Larry D. (1989): «A Plan for Reducing Future Deposit Insurance Losses: Puttable Subordinated Debt», Economic Review, July/August 1989, Federal Reserve Bank of St. Louis, URL: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbatlreview/pages/67194_1985-1989.pdf, S. 1ff.

Ein beispielhafter Kurzeinblick in den CoCo-Jargon sieht deshalb wie folgt aus:

Begriff	Erläuterung
Host instrument	Definiert das Ranglevel bei einer Liquidation (Additional Tier 1, Tier 2, Tier 3 oder Senior CoCo).
Coupon Deferral / Suspension	Ja / Nein betr. Stundung oder Ausfall des Coupons bei Unterschreiten von vorab definierten Ratios wie beispielsweise operativer Cashflow < x % des Umsatzes oder operativer Cashflow < x % Nettoverschuldung.
Trigger Capital	Verhältnis der risikogewichteten Aktiven zum Eigenkapital, nach dessen Unterschreitung der CoCo zur Verlustabsorption herangezogen wird.
Low-Trigger	5.125 % CET1 ist in der EU-Richtlinie CRD / CRR der tiefstmögliche Trigger Punkt.
High-Trigger	7 % oder höher CET1 wird als höherer Trigger-Punkt verwendet.
Transition	Übergangsbestimmungen zu den Eigenkapitalanforderungen gemäss CRR-Richtlinien bis 2019 (auch Phased-in Capital Ratios genannt).
Fully loaded Capital Ratios	Das Eigenkapital wurde nach den im Jahr 2019 geltenden Regeln berechnet und ist i.d.R. tiefer als die sogenannten «transitional ratios».
Perpetual non-Call 5 or 10	Anleihe ohne Verfallsdatum (Ewigläufer) und erstem Call-Datum nach fünf oder zehn Jahren.
Write-down vs. Equity Conversion	Verlustabsorptionsmechanismus (Umtausch des CoCos in Aktien oder Nominalwertkürzung) bei Eintritt des Trigger-Events.
Write-up Language	Ein einmal abgeschriebener CoCo kann sich im Sinne eines Nominal Write-ups (bisher kaum im Markt beobachtbar) erholen.
Dividend Stopper/Pusher	Pusher: Der CoCo-Coupon muss bezahlt werden, solange an Aktionäre eine Dividende ausbezahlt wird. Stopper: Die Dividende an die Aktionäre wird verhindert, wenn der CoCo-Coupon nicht ausbezahlt wird.
PoNV (Point of non-viability)	Punkt, an dem der Regulator einschreitet und den Nennwert von CoCos abschreiben oder in Aktien umwandeln lässt, um die Kernkapitalquote des angeschlagenen Instituts wieder zu verbessern.

Tabelle 7 – Begriffe aus dem CoCo-Jargon³⁹

³⁹ Eigene Darstellung

7.2. Grundlegendes zu Pflichtwandelanleihen

Am 11. Mai 2016 verabschiedete der Bundesrat Anforderungen für Schweizer Banken im Sinne einer Too-big-to-fail (TBTF)-Regelung per 1. Juli 2016⁴⁰. Die Leverage Ratio respektive das Verhältnis des regulatorischen Eigenkapitals zur ungewichteten Bilanzsumme wird dabei 4.5 % und die risikogewichteten Aktiven 12.9 % betragen müssen. Diese Anforderungen sind bis 2019 zu erfüllen. Zusätzlich werden international tätige systemrelevante Banken sogenannte Going-concern-Anforderungen zur Verbesserung einer Sanierung oder Abwicklung bereitstellen müssen. Die Schweizer Grossbanken Credit Suisse und UBS werden somit zusätzliche 5 % an Bail-in-Instrumenten für die Leverage Ratio und total 14.3 % bei den risikogewichteten Aktiven bereitstellen müssen. Rabatte von der FINMA sind denkbar, sofern die Banken ihre bessere Sanier- und Liquidierbarkeit nachweisen können⁴¹. Die Schätzungen der Schweizerischen Nationalbank (2016)⁴² für den zusätzlichen Kapitalbedarf der beiden Schweizer Grossbanken liegen bei je CHF 20 - 25 Mia. respektive insgesamt rund CHF 30 - 35 Mia. per Ende 2016. Es ist davon auszugehen, dass diese Einschätzung und die erläuterten Rahmenbedingungen massgeblichen Einfluss auf die Emissionstätigkeit von Pflichtwandelanleihen bei den Unternehmen ausüben werden.

Für die primär national tätigen Banken PostFinance, Raiffeisen und Zürcher Kantonalbank wurde ebenfalls eine Neuregelung der Going-concern-Anforderungen getroffen⁴³. Die geforderte Leverage Ratio beträgt bei den genannten Banken zwischen 4.5 % und 4.625 %. Die Anforderungen an eine risikogewichtete Kapitalausstattung (RWA) beträgt zwischen 12.9 % und 13.2 %.

Generell müssen Banken ihre risikogewichteten Aktiven kontinuierlich bewerten und diese in das Verhältnis zum Kernkapital stellen. Gemessen an der Gesamtbilanz beträgt das harte Kernkapital bei europäischen Banken im Schnitt rund 3 %. Im Verhältnis zu den massgeblichen risikogewichteten Aktiven beträgt das Kernkapital bei den 51 im europäischen Bankenstresstest untersuchten europäischen Banken aktuell 13.2 % gemessen an der Common Equity Tier 1 (CET1) Ratio laut der European Banking Authority (2016)⁴⁴. Exemplarisch kann eine Bankbilanz unter diesen Gesichtspunkten wie folgt dargestellt werden:

⁴⁰ Admin (2016): «Bundesrat verabschiedet Anpassung der „Too-big-to-fail“-Bestimmungen», URL: <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-61681.html> [21.01.2017], S. 1

⁴¹ Admin (2015): «Erläuterungsbericht zu Änderungen der Eigenmittelverordnung und der Bankenverordnung (Eigenmittelanforderungen Banken – Rekalibrierung TBTF und Kategorisierung)», URL: https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2695/Eigenmittelverordnung_Erl.-Bericht_de.pdf [21.01.2017], S. 5ff.

⁴² Schweizerische Nationalbank (2016a): «Bericht zur Finanzmarktstabilität 2016», URL: http://www.snb.ch/de/mmr/reference/stabrep_2016/source/stabrep_2016.de.pdf [21.01.2017], S. 14

⁴³ Admin (2015): «Erläuterungsbericht zu Änderungen der Eigenmittelverordnung und der Bankenverordnung (Eigenmittelanforderungen Banken – Rekalibrierung TBTF und Kategorisierung)», URL: https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2695/Eigenmittelverordnung_Erl.-Bericht_de.pdf [21.01.2017], S. 5ff.

⁴⁴ European Banking Authority (2016b): «EBA publishes 2016 EU-wide stress test results», Publikation der EBA vom 29. Juli 2016, URL: <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-2016-eu-wide-stress-test-results> [30.11.2016], S. 1ff.

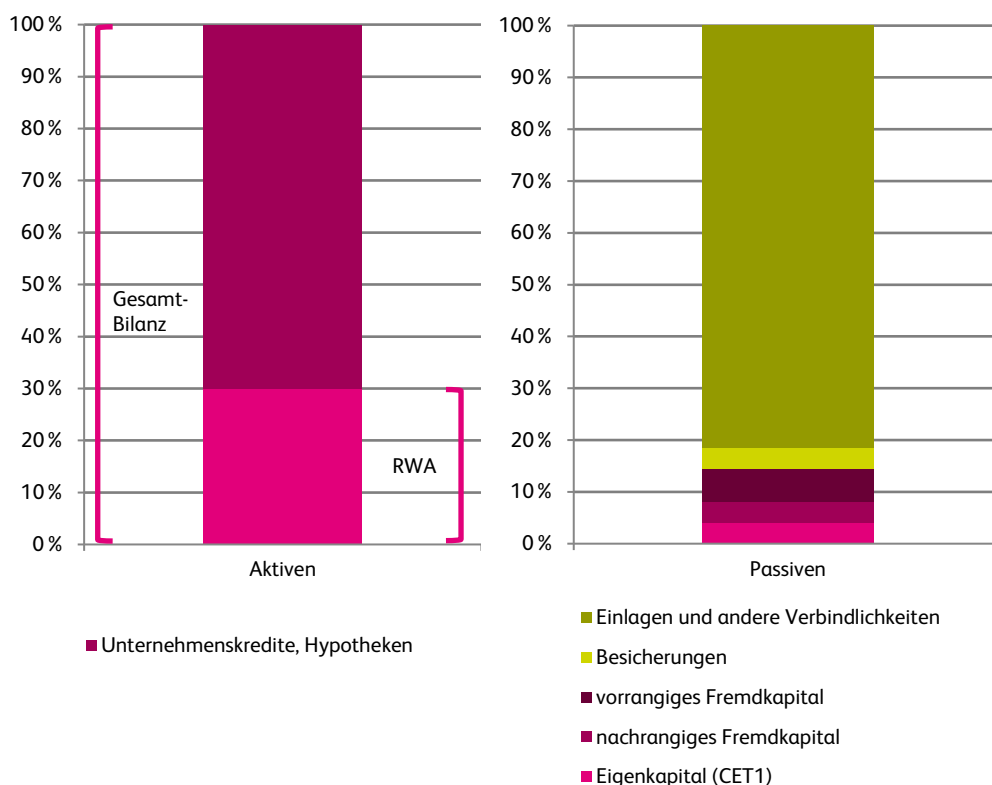


Abbildung 7 – Core Tier 1 Capital in % of RWA⁴⁵

Als bedingte Pflichtwandelanleihen enthalten CoCos sowohl Aktien- als auch Anleihencharakter. Für den Aktiencharakter spricht das auf den Einsatz limitierte Verlustpotential im Falle des Eintritts eines im Voraus definierten Solvabilitätsereignisses, für den Anleihencharakter spricht der fixe Coupon (vorwiegend bei Tier 2 Pflichtwandelanleihen und Tier 3 Anleihen) sowie der Nominalwert. Bei einer Umwandlung eines in Schieflage geratenen Unternehmens gibt es grundsätzlich zwei verschiedene Ausstattungsmerkmale: Wandlung des CoCo-Kapitals in Aktien oder Nominalwertverminderung um ein vorab definiertes Niveau oder um die Summe, die nötig ist, um die Insolvenz abwenden zu können.

Grundsätzlich kann eine CoCo-Pflichtwandelanleihe in die folgenden drei wesentlichen Merkmale zerlegt werden:

- Basisinstrument
- Trigger / Auslöser
- Verlustabsorptionsmechanismus

Aus Chancen/Risikosicht kann bei CoCos zum heutigen Zeitpunkt festgehalten werden, dass Investoren für das Halten von Tail-Risiken mit einer erhöhten Risikoprämie gegenüber anderen Anleihegläubigern entschädigt werden. Solange sich Kreditprofile von Finanzintermediären sowie die Marktstimmung generell nicht erheblich verschlechtern, können Investoren verhältnismässig attraktive Renditen aus den Nominalpapieren generieren. Unter Marktstress muss jedoch mit temporär aktienähnlichen Kursauschlägen gerechnet werden. Somit ist das Gewinn/Verlustprofil eines CoCos als deutlich linksschief (hohes Verlustpotential, kleines bis mittleres Gewinnpotential) bzw. asymmetrisch zu werten. Im Portfoliokontext erscheint die Beimischung dieser Fixed-Income-Subklasse aufgrund der signifikant verbesserten Zahlungsströme

⁴⁵ Eigene Darstellung

gegenüber herkömmlichen Anleihen, gerade von vorbildlich kapitalisierten Schuldern mit einer dem Risikoprofil gerechten Gewichtung, sinnvoll.

«CoCo-Investoren werden für das Halten von Tail-Risiken mit einer erhöhten Risikoprämie gegenüber anderen Anleihegläubigern entschädigt.»

7.3. Pflichtwandelanleihen Instrumente

Die Passivseite von Finanzunternehmen besteht in aller Regel aus mehreren Stufen der Nachrangigkeit. Wie bei allen Aktiengesellschaften werden Aktionäre im Kollokationsplan zuletzt berücksichtigt. Finanzunternehmen können ihr Kernkapital seit 2008 jedoch neu auch über stark nachrangige Anleihen bereitstellen:

- **Additional Tier 1 Pflichtwandelanleihen (AT1)**

Diese Anleihenform weist i.d.R. keine Verfallslaufzeit auf (Perpetual) und kann vom Emittenten nach Rücksprache des Regulators nach einer initialen Phase von mindestens fünf Jahren (Non-Call Period) unter regulatorischen Auflagen gekündigt werden. Häufig damit einhergehend ist nach dieser initialen Phase auch die Variabilität des Coupons, der bei Finanzunternehmen in Form eines Basiszinssatzes zuzüglich eines fixen Credit Spreads vordefiniert wird. Bei stark nachrangigen Anleihen (AT1) sind Coupons jedoch nicht zwingend durch den Emittenten zu bezahlen, wenn dieser die Notwendigkeit zum Schutz des eigenen Kernkapitals vorsieht. Sollten die Kernkapitalanforderungen nicht mehr erfüllt sein, kann es im Rahmen der Maximum-Distributable-Amount (MDA)-Regel zu Distributionskürzungen kommen. Die nicht bezahlten AT1 Coupons verfallen. Aufgrund der in der EU nicht mehr zulässigen Dividenden-Pusher/-Stopper bei AT1 Pflichtwandelanleihen kann es theoretisch dazu kommen, dass Dividenden an Aktionäre ausbezahlt werden, während AT1 Gläubiger keine Couponzahlungen mehr erhalten. Neu herausgegebene AT1 Pflichtwandelanleihen behalten zwingend einen vorab definierten Trigger-Mechanismus. Die Liquidationswerte in einem PoNV-Event dürften je nach Wertpapierdesign zwischen 0 % und 15 % liegen. AT1 Pflichtwandelanleihen sind als zusätzliches Kernkapital in der EU Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation, CRR) in den Artikeln 51 bis 61 CRR definiert.

- **Tier 2 Pflichtwandelanleihen (T2)**

T2 Pflichtwandelanleihen weisen eine feste Laufzeit auf. Rückkäufe via vordefinierter Rückkaufoptionen (Call-Provisions) sind erstmals nach fünf Jahren möglich. Coupons können nicht ausgesetzt werden. In Europa gibt es zahlreiche Coupon Typen, so beispielsweise fixe oder variable Zinssätze mit oder ohne Zinsober- respektive Zinsuntergrenze. Bei einem Konkurs eines Unternehmens werden die Schuldner erst nach den vorrangig besicherten Anleihen, jedoch vor den stark nachrangigen AT1 Pflichtwandelanleihen sowie den Aktien bedient. Die erwarteten Liquidationswerte dürften in einem Konkursfall unter 20 % liegen. T2 Anleihen können analog zu den AT1 Pflichtwandelanleihen frühestens nach fünf Jahren gecalled werden. T2 Anleihen sind als Ergänzungskapital in der EU Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation, CRR) in den Artikeln 62 bis 71 CRR definiert.

- **Tier 3 Anleihen (T3)**

Tier 3 Kapital umfasst sowohl kurzfristige, nachrangige Verbindlichkeiten als auch überschüssiges Ergänzungskapital (Reserven). Für die Qualifikation als Tier 3 Kapital sind diverse Anforderungen zu erfüllen. Die erstmals 2016 emittierten Tier 3 Anleihen

von Versicherungsgesellschaften aus Frankreich und dem Vereinigten Königreich weisen kein Verlängerungsrisiko auf, der Coupon kann jedoch ausgesetzt und gestundet werden. Sie sind mit alten Tier 2 Anleihen (Pari Passu) gleichgestellt, jedoch vorrangig zu neuen Tier 2 Papieren. Erste französische Banken planten für 2017 Tier 3 Emissionen auf Basis des Sapin-2-Gesetzes im Sinne von non-preferred Senior Bonds. Eine vergleichbare Entwicklung wurde für spanische und belgische Banken erwartet.

7.4. Pflichtwandelanleihen Trigger

In den folgenden Unterkapiteln werden sowohl die Grundlagen des Triggers von Pflichtwandelanleihen, deren verschiedenen Ausgestaltungsformen sowie die jüngste Trigger-Struktur am europäischen AT1 Markt behandelt.

7.4.1. Grundlagen

Zum grundlegenden Verständnis des Trigger-Mechanismus eines CoCos gehört die Entscheidung über das Ausmass und den Zeitpunkt der Kapitalerhöhung eines in Schieflage geratenen Instituts durch den Regulator und nicht etwa durch die Aktionäre oder den Verwaltungsrat.

Dabei können je nach Ausstattung des CoCos sowie länderspezifischer Regelungen mechanische Trigger als auch situativ durch den Regulator beschlossene Trigger zur Anwendung kommen. In der Regel wird der Absorptionsmechanismus auf Basis eines Buchwertes (sogenannter «Accounting-Value Trigger») aktiviert. Dieser stützt sich auf den Buchwert des Common-Equity Tier 1 (CET1) Kapitals im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiven. Bedeutend hierfür sind sowohl das Berechnungsintervall sowie die von der Bank gewählte Berechnungsmethode.

Der Regulator hat laut Lanz und Favre (2013)⁴⁶ auch bei Nichtverletzung der vorab definierten buchhalterischen Trigger-Quote die Möglichkeit, einen «Point-of-non-viability» (PoNV)-Event auszulösen. Dies geschieht beispielsweise, um Kleinsparer zu schützen und sie von einem Bank Run abzuhalten, der ein nicht exakt quantifizierbares Risiko für CoCo Holder darstellt.

«Der Regulator hat auch bei Nichtverletzung der vorab definierten Trigger-Quote die Möglichkeit, einen «Point-of-non-viability» (PoNV) -Event auszulösen.»

Wichtig für Investoren von Pflichtwandelanleihen der beiden Schweizer Grossbanken ist dabei die in der Verordnung verabschiedete Übergangsregelung, wonach ein Grandfathering von bestehenden CoCos, die die neuen Anforderungen nicht mehr erfüllen, während der Übergangphase bis 2019 an das Eigenkapital angerechnet werden darf. In Europa sehen die Richtlinien über die Eigenkapitalanforderungen (Capital Requirements Directive, CRD sowie Capital Requirement Regulation, CRR) vor, dass AT1 Pflichtwandelanleihen bei Unterschreitung der Kernkapitalquote CET1 von 5.125 % getriggert werden müssen. Einzelne Finanzmarktaufsichten machten bei der Herausgabe von AT1 Pflichtwandelanleihen bei spezifischen Banken gar eine Trigger-Quote von 7 % oder 8.25 % zur Bedingung. Für Tier 2 Pflichtwandelanleihen existieren bis auf Weiteres keine spezifischen Bestimmungen in Europa. Grundsätzlich lassen sich die Pflichtwandelanleihen in folgende Merkmale einteilen:

⁴⁶ Lanz, Martin und Favre, Olivier (2013): «Verlusttragung und Bail-in für Schweizer Banken», Februar 2013 Newsletter, Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte, S. 2

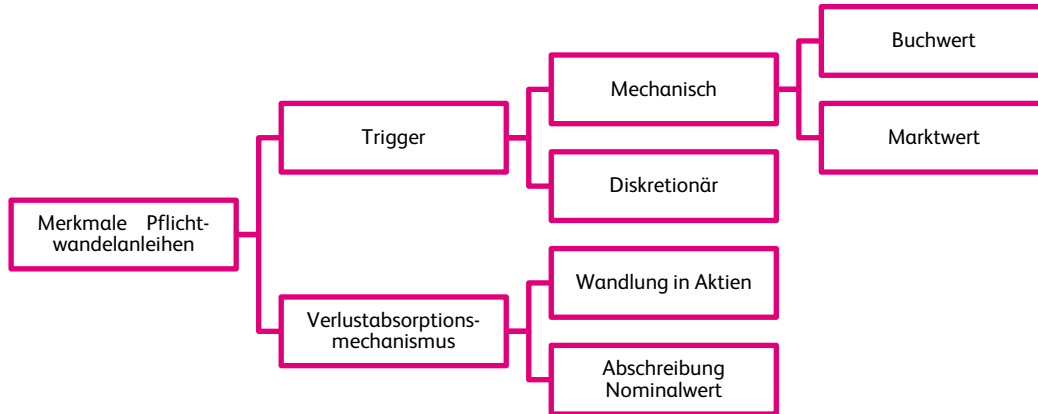


Abbildung 8 – Merkmale von Pflichtwandelanleihen⁴⁷

Trotz der erläuterten Grundideologie sind die einzelnen Hybridwandelanleihen sehr unterschiedlich strukturiert. Dies lässt sich bei den ersten CoCos aus den Jahren 2009 bis 2011 exemplarisch aufzeigen:

	Lloyds	Rabobank	Unicredit	I. Sanpaolo	Rabobank
Emission	03.11.2009	12.03.2010	14.07.2010	23.09.2010	17.01.2011
Erstmögl. Call	N/A	N/A	21.07.2020	01.06.2016	62.07.2016
Rang	Lower Tier 2	Senior	Tier 1	Tier 1	Tier 1
Verlust-Absorption	Aktienumwandlung	Write-down	Write-down	Write-down	Write-down
Write-back	N/A	Nein	Ja	Ja	Ja
Coupon Reset	N/A	N/A	Dreimonatiger Euribor + 749bp	Fünfstufiger EUR Const. Mat. Swap + 757bp	Fünfstufiger US-Treasury + 642.5bp
Regulatorisches Kapital	Ja	Nein	Ja, jederzeit	Ja, ab 01.01.2013	Ja, vor dem erstm. Call, bei Basel III/Kapital Event nein
Regulatorischer Call Preis	100% + aufgelaufene Zinsen	N/A	100% + aufgelaufene Zinsen	102% + aufgelaufene Zinsen	100% + aufgelaufene Zinsen

⁴⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Avdjiev, Stefan, Kartasheva, Anastasia und Bogdanova, Bilyana (2013): «CoCos: a primer», BIS Quarterly Review 2013, Sept. 2013, S. 48

Trigger	Core Tier 1 capital/RWA < 5 %	Equity capital/RWA < 7 %	Total capital ratio < 6 %	Total capital ratio < 6 %	Equity capital/RWA < 8 %
Write-down Reichweite	Tauschpreis £ 0.592093	75 % principal Write-down mit 25 % Cash-Recovery	Soviel, dass Sanierung gelingt	Soviel, dass total capital ratio wieder regulatorisch genügend ist	Soviel, dass der Trigger wieder übertriffen wird

Tabelle 8 – Heterogenität von Hybridanleihen⁴⁸

Unterschiede sind sowohl auf der Besicherungsebene (Additional Tier 1, Tier 2, Tier 3, Senior CoCo), in der Verlustabsorptionsmethode (Abschreibung vs. Aktientausch), in der Festlegung der Trigger-Höhe (CET1 < 5 % vs. CET1 < 8 %) sowie auch im Ausmass des in Aussicht gestellten Verlustes bei einer Pflichtwandlung (75 % Abschreibung vs. Abschreibung, soviel wie notwendig) zu erkennen. Dies änderte sich bis Anfang 2017 nicht, da sich sowohl nationale als auch unternehmensspezifische Rahmenbedingungen voneinander unterscheiden. Diese Heterogenität der Ausstattungsmerkmale macht ein adäquates Pricing von Pflichtwandelanleihen sehr aufwendig.

7.4.2. Arten

In der Literatur wird heute zwischen drei verschiedenen Trigger-Arten unterschieden:

Markt-Trigger

Dies ist die wohl transparenteste und am einfachsten zu beobachtende Trigger-Art. Dabei kann sowohl der Aktienpreis als auch der Credit Default Spread den Trigger darstellen. Die Gefahr dieser vereinfachten Art liegt bei der Marktmanipulation, z.B. bei Auslösung eines Triggers innerhalb eines Flash-Crashes. Zur Milderung dieses Risikos wird der Einsatz von gleitenden Durchschnitten empfohlen.

Accounting Trigger

In diesem Fall ist der Trigger mit einer Solvabilitätskennzahl wie der CET1 Ratio verknüpft. Bei Unterschreiten dieses Wertes wird die CoCo-Aktienkonversion oder Abschreibung vollzogen. Diese Methode hat den Vorteil, dass sie der Öffentlichkeit periodisch offengelegt werden muss und von aussen kaum manipulierbar ist. Nachteile bestehen in den länderspezifisch unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards und Transparenzvorschriften sowie der Möglichkeit der unternehmensinternen Lenkung der Solvabilitätskennzahl.

Regulatorischer Trigger

Diese Trigger-Art wird eher von Regulatoren bevorzugt, da während einer Krise eine gewisse Flexibilität für die Handhabung von harten Trigger-Punkten vorhanden wäre. Die Vorteile liegen dementsprechend darin, dass der vorab definierte Trigger-Event weder von Investoren noch vom Unternehmen selbst direkt beeinflusst werden kann. Nachteile sind die fehlende Transparenz in Bezug auf die Berechnung der Eintrittswahrscheinlichkeit für Marktakteure.

⁴⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Goldman Sachs (2011): «Contingent capital, possibilities, problems and opportunities», S. 18f.

7.4.3. Struktur im europäischen AT1 Markt

Per Oktober 2016 wies der europäische Markt für Additional Tier 1 (AT1) Instrumente die folgende CET1 Triggerstruktur auf:

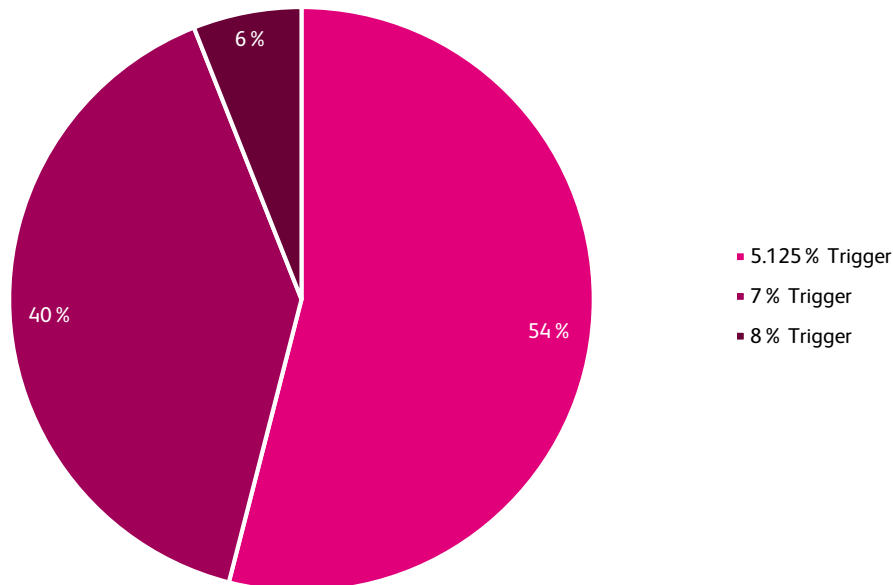


Abbildung 9 – Triggerstruktur am europäischen AT1 Markt (Ende Oktober 2016)⁴⁹

Dabei ist anzufügen, dass es mit der fortwährenden Anhebung der regulatorischen CET1 Anforderungen für Banken immer wahrscheinlicher wird, dass die Trigger-Levels tendenziell ansteigen dürften. Denn noch ist unklar, bei welchem CET1 Level eine Sanierung ausgelöst werden muss, respektive der Point of non-viability (PoNV) als erreicht gilt. Die Analysten von Société Générale (2016)⁵⁰ schreiben zum Low-Trigger von 5.125 % CET1 Ratio: «Ein CET1 Ratio von 5.125 % is nicht wirklich 'going to concern' und liegt unterhalb des Point of Non-Viability». Auch wird auf den EBA-EU-Bankenstresstest von 2016 verwiesen, der ein CET1 Ratio von 5.5 % als letzte Hürde für den Eintritt des adversen Szenarios nahm. Die Analysten schlussfolgern daraus, dass eine Erhöhung des Trigger Ratios für AT1 Pflichtwandelanleihen durch die Europäische Zentralbank (EZB) denkbar ist.

7.5. Verlustabsorbtionsmechanismus und Wasserfallprinzip

Am Markt konnten sich zwei Arten von Verlustabsorbtionsmechanismen bei CoCos durchsetzen: Entweder werden CoCos in Aktien umgewandelt (Equity Conversion) oder das Emissionsprospekt sieht vor, dass im Falle des Erreichens respektive des Unterschreitens eines Triggerpunktes eine Herabsetzung des Nominalkapitals (Write-down) ausgelöst wird. Bei der ersten Methode kann entweder das Wandlungsverhältnis bereits bei Emission festgelegt werden oder es gilt ein Aktiendurchschnittswert in einer gewissen Phase vor dem Point-of-non-viability (PoNV) -Event. Vorteil hierbei ist, dass sich Aktien über die Zeit wieder erholen können. Ein

⁴⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», *The European Market, Regulation & Relative Value*, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 56

⁵⁰ Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», *The European Market, Regulation & Relative Value*, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 56

Nachteil ist die potentiell starke Verwässerung bisheriger Aktionäre. Bei der Nominalherabsetzung findet zwar keine Verwässerung statt, jedoch hat ein CoCo-Investor in der EU nur in Ausnahmefällen, z.B. bei einigen CoCos von Société Générale, nach einer Herabsetzung des Nominalwertes die Möglichkeit einer künftigen Heraufsetzung des Nominalbetrages (sogenannte write-back-Klausel). Dies jedoch selbstverständlich nur dann, wenn die ökonomischen Rahmenbedingungen gegeben sind und der Regulator sein Einverständnis zur Heraufsetzung des Nominalbetrages gegeben hat.

Das Wasserfallprinzip

Aus Investorensicht ist das Verständnis der neuen Abschreibungslogik im Sinne des Wasserfall-Prinzips für die Beurteilung von Chancen und Risiken von Pflichtwandelanleihen wesentlich. Wo bisher Aktien als sensibelste Assetklasse in Verbindung mit Ausfallrisiken gesehen wurden, können Investoren nun von Pflichtwandelanleihen als der ersten Gruppe von Rekapitalisierungsmaßnahmen betroffen sein. Dabei können CoCos mit einem hohen Triggerwert früher abgeschrieben (Write-off) oder in Aktien umgewandelt werden als solche mit einem tiefen Triggerwert.

2015 stellte die Europäische Union ein neues Banken-Abwicklungsregime vor, das seit 2016 greift. Ziel ist es, in einem Krisenfall die Verlustabsorptionsfähigkeit der Banken auf Basis einer verbindlichen Mindestkapitalquote sicherzustellen. Dabei müssen europäische Banken seit 2016 die «minimum requirement for own funds and eligible liabilities» (MREL)-Vorschriften erfüllen, die Höhe wird institutsspezifisch festgelegt. Bei systemrelevanten Banken müssen die MREL (bestehend aus Eigenkapital und qualifizierten Verbindlichkeiten) mindestens acht Prozent der Bilanzsumme betragen. Zudem müssen europäische Institute mit globaler Systemrelevanz ab 2019 die Einhaltung der sogenannten «total loss-absorbing capacity» (TLAC) nachweisen. Diese Quote wird für Banken grundsätzlich einheitlich festgelegt.

Laut dem Single Resolution Board (2016)⁵¹ müssen bei einer Bankenschieflage Aktionäre und Gläubiger mindestens acht Prozent der Gesamtverbindlichkeiten selbst erbracht haben, bevor der europäische Abwicklungsfonds (Single Resolution Fund, SRF) einspringen darf. Es ist zu erwarten, dass in einem Bail-in-Fall zahlreiche Fragen zu Detailregelungen aufkommen werden. So zum Beispiel zu der Pari-Passu-Klausel, welche vorsieht, dass gleichrangige Verbindlichkeiten auch mit gleichem Anteil am Bail-in zu beteiligen sind.

Laut der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin (2015)⁵² wird aber vor allem das sogenannte «No-Creditor-worse-off» (NCWO)-Prinzip in der Umsetzung Schwierigkeiten bereiten. Das Prinzip besagt, dass «kein Gläubiger in der Abwicklung schlechter gestellt werden darf, als er in einem regulären Insolvenzverfahren gestellt würde». Dies stellt eine Herausforderung dar, weil die Abwicklungsbehörde die konkrete Summe für die Bankenrekapitalisierung festzulegen hat. Sollte diese das Kapital der Additional Tier 1 und Tier 2 Pflichtwandelanleihen übersteigen, können neu auch Gläubiger von Senior-unbesicherten Anleihen vom Bail-in betroffen sein, selbst wenn dies im Emissionsprospekt nicht vorgesehen war, denn Eingriffe in Gläubigerrechte sind gemäss aktueller Einschätzung zulässig, wenn die Finanzstabilität als höherrangig einzustufen ist. Damit sieht die Bail-in-Kaskade für Gläubiger wie folgt aus:

⁵¹ Single Resolution Board (2016): «What is the Single Resolution Fund?», URL: <https://srb.europa.eu/en/content/single-resolution-fund> [17.03.2017], S. 1

⁵² Wallenborn, Ingo (2015): «Bankenabwicklung: Vorrang nicht bail-in-fähiger Verbindlichkeiten in der Insolvenz erleichtert das Verfahren», BaFin Publikation vom 15. Dezember 2015, URL: https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2015/fa_bj_1512_bankenabwicklung.html [01.12.2016], S. 1f.f

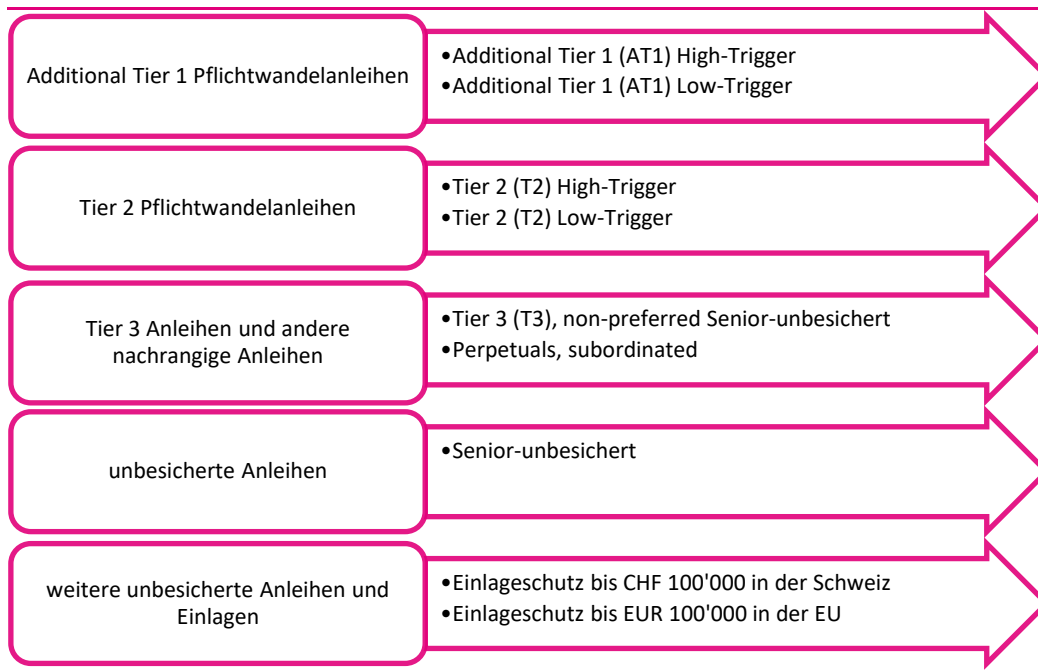


Abbildung 10 – Bail-in-Kaskade für Gläubiger⁵³

Bei dem neuen Mechanismus zur Bankenabwicklung besteht somit die Gefahr, dass Fremdkapitalgeber unbesicherter Anleihen (Senior unsecured) bei einem Bail-in vorrangig Abschreibungen hinnehmen und somit höhere Verluste ertragen müssen als dies bei einem geordneten Insolvenzverfahren der alten Regelung der Fall gewesen wäre.

«Bei dem neuen Mechanismus zur Bankenabwicklung besteht somit die Gefahr, dass Fremdkapitalgeber unbesicherter Anleihen (Senior unsecured) bei einem Bail-in vorrangig Abschreibungen hinnehmen und somit höhere Verluste ertragen müssen als dies bei einem geordneten Insolvenzverfahren der alten Regelung der Fall gewesen wäre.»

Neu sieht ebenso die FINMA vor, dass auch Senior Notes nach der vollständigen Umwandlung von CoCos als verlustabsorbierendes Kapital herangezogen werden können. Diese Mechanik verändert die Einschätzung der Attraktivität von Senior Bonds wesentlich. Denn für die Ausfallwahrscheinlichkeit sowie den dazugehörigen Liquidationswert wurde bisher eine Bankinsolvenz unterstellt. Neuerdings muss die Bank nicht mehr Insolvenz anmelden, sondern nur noch das verlustabsorbierende Kapital umwandeln, um bereits Senior-unbesichertes-Kapital für ein Bail-in heranziehen zu können. In Artikel 48 BIO-FINMA⁵⁴ ist festgelegt, dass das gesamte Aktienkapital abgeschrieben werden muss, bevor es zur Umwandlung von Senior-unbesicherten Anleihen kommt. Diesem Wasserfallprinzip tragen die an die unterschiedlichen Besicherungsstufen geknüpften Kreditaufschläge grundsätzlich Rechnung. Dies lässt sich anhand der ausstehenden Barclays-Bank Anleihen in EUR beispielhaft darstellen:

⁵³ Eigene Darstellung

⁵⁴ Walser, Urs (2016): «Swiss Bond Congress», Präsentation vom 22. September 2016, S. 19

Barclays-Bank Anleihen in EUR nach Rang per 28.11.2016	Standard & Poor's Bond Rating	Interpolierter Anleihen-Kreditrisikoaufschlag zur Staatsanleihe
1.75 % Covered Bond 2019	AAA	63bp
4.875 % EMTN Bond 2019	A-	53bp
6 % Lower Tier 2 Bond 2021	BBB-	257bp
6.5 % Add. Tier 1 Bond 2049	B+	1039bp

Tabelle 9 – Barclays-Bank Anleihenrisikoaufschläge nach Rang⁵⁵

Bei der obigen Darstellung ist anzufügen, dass der Covered Bond aufgrund seiner besseren Besicherung zu verschiedenen Zeitpunkten üblicherweise einen tieferen Kreditaufschlag als der Senior Unsecured Bond hat. Am Tag der Messung hingegen war dies nicht der Fall. Das langfristige Kreditrating von Standard & Poor's für die Gesamtbank ist seit dem 28. September 2007 von AA- kontinuierlich gefallen und betrug am 28. November 2016 BBB.

Analysen zur relativen Attraktivität von CoCos werden von zahlreichen Analysten und Anlagefondsmanagern zu verschiedenen Regionen und Währungen veröffentlicht. In der Regel wird dabei der Renditeaufschlag in Basispunkten mit dem prozentualen Puffer bis zu dem auf den CoCo bezogenen Triggerwert angegeben. Exemplarisch kann der für die Bewertung wesentliche Puffer der UBS wie folgt dargestellt werden:

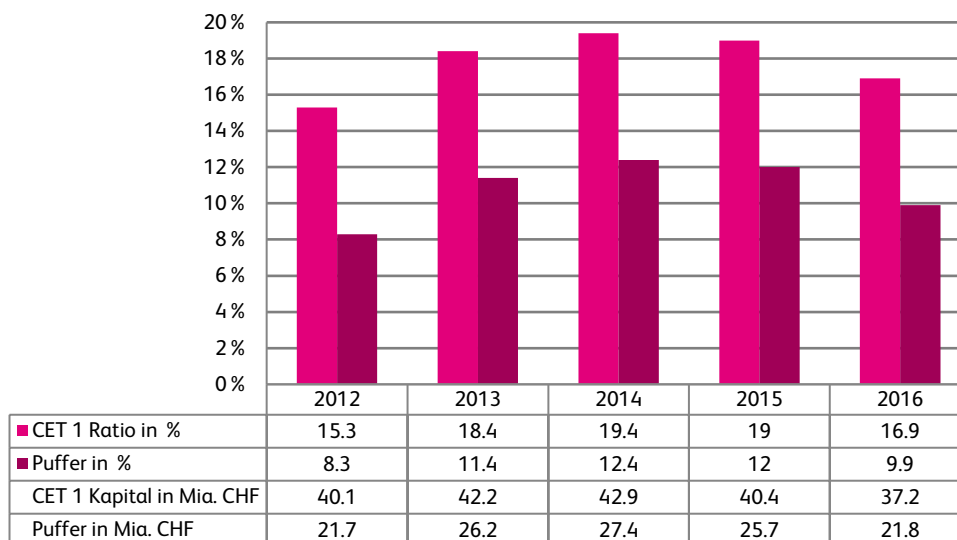


Abbildung 11 – CET1 Kapital und Ratio sowie Puffer der UBS⁵⁶

Betreffend die Einschätzung der Attraktivität eines CoCos bzw. eines Write-off-Bonds kann beispielsweise die Additional Tier 1 (AT1) sowie die Tier 2 Anleihe der Zürcher Kantonalbank (ZKB) herangezogen werden. Der Coupon der AT1 Pflichtwandelanleihe liegt bei 3.5 % respekt-

⁵⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank (2015): «Opportunities in Hybrid Bonds», Präsentation im Juli 2015, S. 10, Daten Bloomberg 28.11.2016

⁵⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Walser, Urs (2016): «Swiss Bond Congress», Präsentation vom 22. September 2016, S. 25

tive 1 % beim ebenfalls nachrangigen, dem AT1 jedoch vorrangig gestellten Tier 2 Forderungspapier. Beide Papiere können während der ersten fünf Jahre nicht durch den Emittenten zurückbezahlt werden. Bei beiden Pflichtwandelanleihen wird ein möglicher Abschlag über einen dauerhaften Forderungsverzicht vollzogen, der durch die FINMA angeordnet werden kann. Der dafür festgelegte Trigger liegt bei der endlos laufenden AT1 Pflichtwandelanleihe bei 7 % (High-Trigger) der Core Tier 1 Ratios, bei der am 2. September 2025 fällig werdenden Tier 2 Pflichtwandelanleihe bei Unterschreiten der harten Kernkapitalquote von 5 % (Low-Trigger) oder bei beiden bei Feststellung einer drohenden Insolvenz durch die FINMA. Hintergrund der Herausgabe der CoCos sind die per 1. Juli 2011 erhöhten Vorgaben betreffend Eigenmitteldeckungsgrad. Statt wie bisher 120 Prozent wird per Ende 2016 ein Eigenmitteldeckungsgrad von 170 Prozent verlangt. Dies wiederum entspricht einer Eigenmittelquote von rund 13.6 Prozent und liegt deutlich über den geplanten internationalen Anforderungen für Grossbanken.

Aufgrund der Tatsache, dass beide in CHF denominierten ZKB Write-off-Bonds in Stückelungen zu CHF 5'000 handelbar sind, hat ein gemäss Regulator schützenswerter Retail-Investor bei der ZKB-Tier 2 Pflichtwandelanleihe neben den natürlichen Kursschwankungen ein Aufwärtspotential von 1 % im Coupon. Dem gegenüber stehen ein Teilforderungsverzicht oder gar die vollumfängliche Abschreibung der Anleihe bei Eintreten eines Tail-Events (z.B. Verurteilung der ZKB zur Zahlung einer sehr hohen Strafzahlung, unerwarteter Konkurs einer Drittbank, zu der die ZKB eine sehr hohe Exponierung der Bilanz hatte, etc.). Langfristig ist davon auszugehen, dass das Chancen/Risikoverhältnis bei der oben erwähnten Tier 2 Pflichtwandelanleihe im aktuellen Tiefzinsumfeld für die Herausgeberin attraktiv ist.

Zu den zu erwartenden Kursschwankungen einer AT1 Pflichtwandelanleihe gehören durchaus auch Kursausschläge im Rahmen von über fünf Prozent. So auch Ende Mai bzw. Anfang Juni 2013, als die ZKB bekannt gab, dass sie nicht Teil einer Gesamtlösung betreffend US-Bussenzahlung sei. Sie gab zudem bekannt, dass sie versuchen würde, für die rund USD 1.8 Mia. der bei ihr direkt oder indirekt verwalteten US-Kundengelder ein sogenanntes Deferred Prosecution Agreement (DPA) auszuhandeln und dass die Bussehöhe deshalb noch nicht bekannt sei. Schätzungen zufolge rechnete die ZKB mit einer Busse zwischen CHF 180 - 720 Mio. Vergleicht man diese Grösse mit dem am 6. Februar 2015 ausgewiesenen Konzerngewinn von CHF 647 Mio., stellt man fest, dass die geschätzte Busse nicht für eine Verletzung der Kernkapitalquote ausgereicht hätte. Vor diesem Hintergrund erscheint der Kursverlauf des untenstehenden Forderungspapiers übertrieben.



Abbildung 12 – Kursentwicklung AT1 CoCo Zürcher Kantonalbank⁵⁷

⁵⁷ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

7.6. Regulatorischer Pfad für Pflichtwandelanleihen

Banken sind heute gezwungen, Verhältniszahlen ihres Kernkapitals zu den risikogewichteten Aktiven periodisch bekanntzugeben. Dadurch sollen Aussenstehende eine einfache Kennzahl zur Abschätzung von Ausfallrisiken erhalten. Aufgrund verschiedener Rechnungslegungsstandards sei an dieser Stelle jedoch vor trivialen Vergleichen von Kennzahlen gewarnt.

Zudem ist darauf hinzuweisen, dass es sowohl in Europa als auch in den USA von 2009 bis 2016 noch nicht zu einem Point-of-Non-Viability (PoNV) -Event mit CoCo-Triggermechanismus kam. Das heisst, dass es sich um ein bis dato in der Praxis noch nicht umgesetztes, theoretisches Konzept zur Rekapitalisierung einer in Schieflage geratenen Bank handelt.

In diesem Kapitel werden nachstehend wesentliche Begriffe des Regulators kurz umschrieben.

7.6.1. Begrifflichkeiten des Regulators

Kernkapital Tier 1

Der Begriff «Tier 1 Capital» wird in der Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler (Eigenmittelverordnung, ERV)⁵⁸ in Art. 18ff. unter dem Begriff «Anrechenbare Eigenmittel» definiert. Das Kernkapital setzt sich aus hartem Kernkapital (Common Equity Tier 1, CET1) und zusätzlichem Kernkapital (Additional Tier 1, AT1) zusammen. Zum besagten harten Kernkapital gehören:

- das einbezahlte Aktienkapital
- die offenen Reserven
- der Gewinnvortrag und
- der Gewinn des laufenden Geschäftsjahres nach Abzug des geschätzten Gewinnausschüttungsanteils

Zum uneingeschränkt anrechenbaren Kernkapital können weitere qualifizierende Elemente wie z.B. das Guthaben unbeschränkt haftender Gesellschafter bei einer Privatbank bis zu einem Anteil von 15 % des bereinigten Kernkapitals angerechnet werden. Kernkapitalabzüge wie Verlustverträge oder Ähnliches werden in Art. 32 ERV umschrieben. Grundsätzlich gilt in der Verlustkaskade, dass hartes Kernkapital Verluste vor dem zusätzlichen Kernkapital (Tier 2 und 3) zu absorbieren hat.

Ergänzungskapital Tier 2

Die Eigenmittelverordnung regelt auch das Ergänzungskapital (Tier 2) in Art. 30. Im Bereich Tier 2 sind alle Instrumente anrechenbar, welche die im besagten Artikel aufgeführten Kriterien wie beispielsweise Ursprungslaufzeit von mindestens fünf Jahren oder keine Rückzahlungsanreize für die Bank erfüllen.

⁵⁸ Admin (2017): «Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler», Anrechenbare Eigenmittel, Kapitel Berechnung, URL: <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20121146/index.html> [21.01.2017], S. 1ff.

Risikogewichtete Aktiva

Risikogewichtete Aktiva werden ab Art. 36ff. der Eigenmittelverordnung wie folgt definiert:

- Kreditrisiken
- Marktrisiken
- operationelle Risiken
- Risikoverteilung

Um eine Aussage zur Widerstandskraft einer Bank gegenüber künftig auftretenden Ausfallrisiken machen zu können, werden die einzelnen Risiken verschieden stark gewichtet. Insbesondere die Qualität der Kreditrisiken wird dabei u.a. in Form von Ratingeinheiten im Sinne von Ausfallwahrscheinlichkeiten definiert. Letztendlich besteht das Ziel darin, die individuellen Ausfallwahrscheinlichkeiten von Bankpositionen so zu aggregieren, dass eine Aussage zum minimal benötigten Kernkapital für die Absorbierung von Ausfallrisiken getroffen werden kann. Da die risikogewichteten Aktiven das Resultat von Gewichtungsfaktoren aufgrund von Ausfallwahrscheinlichkeiten sind, sind sie deutlich kleiner als die Aktivseite einer Bilanz. Wenn also die regulatorisch geforderte Tier 1 Eigenkapitalquote mindestens 8 % der risikogewichteten Aktiva betragen muss, können diese entsprechend maximal zwölfteilmal so gross sein.

Diverse Studien der jüngsten Vergangenheit haben jedoch gezeigt, dass es keine signifikanten Zusammenhänge zwischen der Kreditqualität und der ausgewiesenen Tier 1 Ratios zu geben scheint. Gleichfalls ergibt der Vergleich notleidender Kredite im Verhältnis zu den gesamten Krediten kein einheitliches Bild zum Anteil notleidender Kredite, die durch Rückstellungen abgedeckt sind⁵⁹. Auch musste nicht zuletzt aufgrund der hohen Komplexität bei der Kalibrierung von Risikomodellen sowie unterschiedlicher (interner und externer) Ansätze festgestellt werden, dass die Erwartungen an die neuen Kennzahlen als Systemschutz-Indikator zu hoch lagen. Denn der gängige Value-at-Risk (VaR)-Ansatz greift auf Individualebene deutlich zu kurz. Im Gegenteil kann er Investmentabteilungen dazu verleiten, möglichst grosse Positionen mit verhältnismässig tiefen VaR Daten einzugehen, um seinen eigenen variablen Vergütungsanteil möglichst hoch ausfallen zu lassen.

«Diverse Studien der jüngsten Vergangenheit haben jedoch gezeigt, dass es keine signifikanten Zusammenhänge zwischen der Kreditqualität und den ausgewiesenen Tier 1 Ratios zu geben scheint.»

⁵⁹ Aebersold Szalay, Claudia (2016): «Europas Bankenbranche auf wackligen Beinen», NZZ Artikel vom 20. Juli 2016, URL: <http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/europas-bankenbranche-auf-wackligen-beinen-italien-ist-nicht-allein-ld.106608> [28.11.2016], S. 1ff.

Die europäischen Richtlinien über die Eigenkapitalanforderungen (Capital Requirements Directive, CRD) sehen ab 2019 eine ideale Kapitalstruktur von Banken vor. Diese lassen sich mit folgenden maximalen Werten wie folgt darstellen:

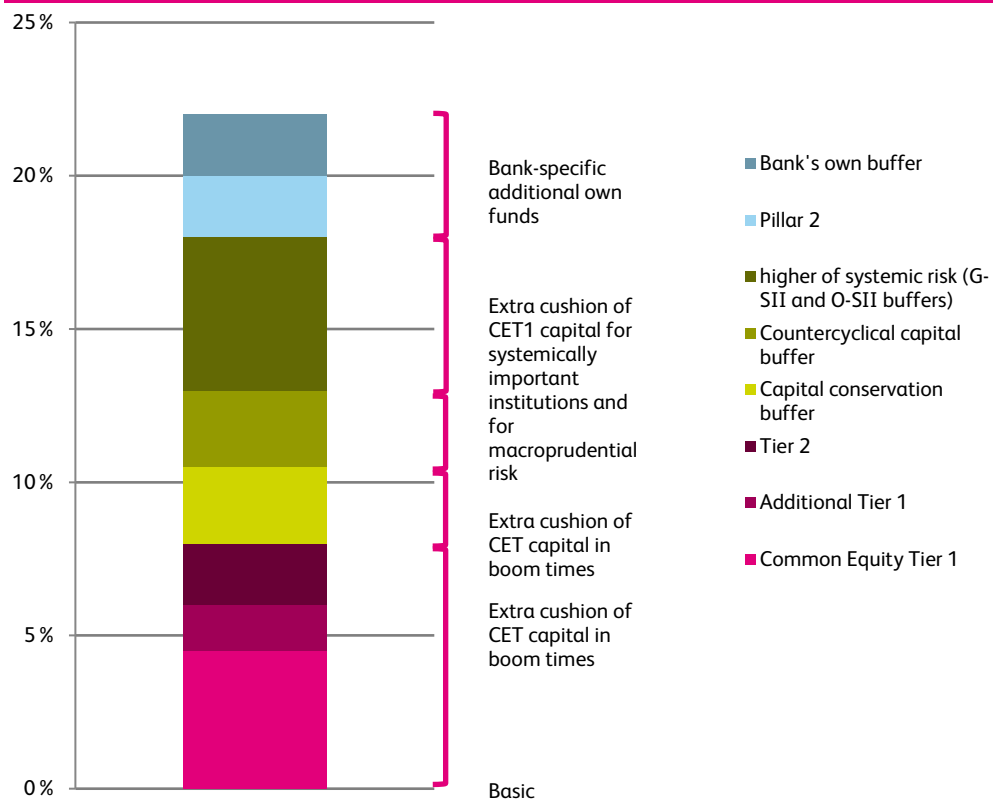


Abbildung 13 – CRD-Eigenkapitalanforderungen für Banken ab 2019⁶⁰

Da die Schweiz nicht zur EU gehört, greifen die CRD-Richtlinien für die Schweizer Banken nicht direkt. Die Interpretation der Basel-III-Richtlinien, die von der FINMA ausgeführt wurde, resultierte in einer maximalen Kapitalquote von 19%. Auch in England oder Schweden gibt es (erhöhte) Anforderungen an Banken.

Wie in Abbildung 14 dargestellt, gibt es länderspezifische Unterschiede betreffend Kapitalanforderungen.

⁶⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2014): «Bank Contingent Capital», *The Market, Structures and Relative Value*, Credit Research, S. 28

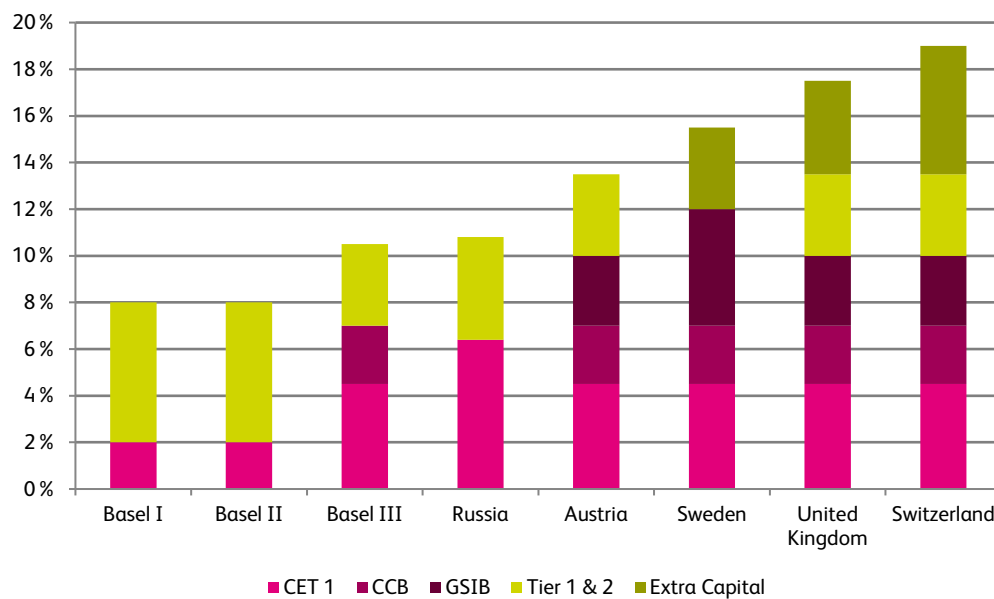


Abbildung 14 – Kapitalanforderungen Banken nach Regime und Ländern⁶¹

7.6.2. Regulatorische Absichten mit Pflichtwandelanleihen

Mit den Basel-III-Richtlinien soll die Verwundbarkeit des Finanzsystems verringert bzw. die Systemstabilität erhöht werden. Die verschiedenen Massnahmen zur Stärkung einzelner Finanzmarktteilnehmer sowie der aggregierten Finanzmarktstabilität können in den CRD-IV-Richtlinien wie folgt zusammengefasst werden:

- Stärkung der Kapitalbasis
- Beschränkung des Leverages
- Erhöhung der Liquidität
- Vorschriften für die Gesamtbankfinanzierung
- Ausweitung der Abdeckung von Risikobereichen
- Ausweitung des Monitorings im Risikobereich

Da Finanzkrisen letztendlich immer die Folge von Fehleinschätzungen sind, wird auch mit der neuesten Regelung nicht im Bereich des Auslösers, sondern nur im Bereich der Eindämmung und Kanalisierung der daraus resultierenden Effekte agiert. Ein Trennbankensystem, wie in den USA ab 2015 angedacht, welches den Eigenhandel der Banken stark begrenzt oder gar verbietet, ist für europäische und Schweizer Banken nicht vorgesehen. Selbstverständlich gibt es auch für Verbote Ausnahmen. So darf auch künftig Eigenhandel in den USA mit US-Staatsanleihen oder mit dem Verwendungszweck «Absicherung» betrieben werden.

Damit kommen wir zur zentralen Frage der regulatorischen Absichten: Wird durch die Erhöhung der Kernkapitalquote eine stressresistentere Welt geschaffen?

⁶¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2014): «Bank Contingent Capital», *The Market, Structures and Relative Value*, Credit Research, S. 29

7.6.3. Reale Effekte der regulatorischen Absichten

Die Antwort zu der oben gestellten Frage versuchen zahlreiche Forscher mit empirischen Studien zu liefern. Die bisher gesichteten Studien stehen der oben erwähnten Frage tendenziell kritisch gegenüber, denn die in der Finanzbranche üblichen kurz- und mittelfristigen Anreize bleiben im Interessenskonflikt «Finanzertrag vs. Sicherheit» eine grosse Herausforderung. In der Regel werden teure Eigenmittelanforderungen durch risikoreichere Investitionen kompensiert. Untersuchungen von Clerc-Renaud et al. (2012)⁶² zufolge gibt es «weder einen systematischen Zusammenhang zwischen dem Eigenmittelbestand und der Qualität der Kreditportfolios von Banken noch zwischen der Leverage Ratio und der Kreditportfolioqualität»⁶³. Es wird gefolgert, dass «die über Eigenmittelvorschriften geschaffenen Anreize das Anlageverhalten der Banken nicht in gewünschtem Masse beeinflussen».

Die CoCo-Studie von Berg und Kaserer (2014)⁶⁴ zeigt beispielhaft auf, dass die Einführung der verlustabsorbierenden Contingent Convertible Bonds «perverse incentives for banks' equity holders» generieren können, denn: «Nahezu alle existierenden CoCo Bonds sind so ausgestaltet, dass ein Vermögenstransfer von CoCo-Bond-Eignern zu den Aktionären im Falle der Umwandlung stattfindet». Die beiden Forscher schlussfolgern: «Bankeigentümer haben einen erhöhten Anreiz für übermässige Risikobereitschaft, wenn das Risikoniveau nicht vertragsgemäss ist und sie einen Abschreckungseffekt haben, um in einer Krise neues Eigenkapital aufzunehmen». Diese Befunde entsprechen ziemlich genau dem Gegenteil der ursprünglichen Idee des Regulators. Die Forscher schreiben zwar nicht, dass Pflichtwandelanleihen nicht Teil der Passivseite einer Bank sein sollten, doch der Wandlungsmechanismus von CoCos in Aktien sollte so gewählt werden, dass keine Umverteilung von Vermögen von CoCo-Investoren zu Aktionären stattfindet. Die beiden Forscher konnten zudem am Beispiel von Lloyds Anleihen aufzeigen, dass CoCo Bonds eine rund viermal höhere Volatilität als herkömmliche Anleihen aufweisen.

Skinner und Ioannides (2011)⁶⁵ argumentieren, dass bisherige Emittenten wie Lloyds, Rabobank oder die Credit Suisse rückwärtsgerichtete Accounting-Trigger statt eines vorwärts gerichteten, marktbasierten Triggers in ihre CoCos eingebaut hätten. Der marktbasierte Trigger könnte beispielsweise auf einem zeitlich definierten, rollierenden Durchschnitt des Aktienpreises erfolgen. Dies wäre insofern als sinnvoll gegenüber kurzfristigen Aktienkursmanipulationen zu werten, als kein vorab fixierter Preis als Trigger von Finanzmarktteilnehmern verteidigt oder je nach Interessenslage durchbrochen werden sollte. Zudem empfehlen Skinner und Ioannides die Flexibilisierung des CoCo-Coupons, um die wechselnden Marktbedingungen besser reflektieren zu können. Da CoCos heute bei einigen Grossbanken ein variabler Bonusbestandteil sind, wird auch eine Incentivierung der Bankleitung über inverse CoCo-Verzinsungskomponente diskutiert. Die jetzige Ausgangslage zeigt, dass das Papier für das Management unter der Annahme beständiger Bankensolvvenz umso rentabler ist, desto risikoreicher die Bank aufgestellt bzw. von den Investoren eingeschätzt wird und desto höher der zu emittierende CoCo-Coupon zu stehen kommt. Eine Incentivierung des Managements durch möglichst tiefe CoCo-Fremdkapital- bzw. Couponkosten wäre auch hinsichtlich der Steuerung von Risikobereich-Aktivitäten einer Bank gerade in Stressphasen als tendenziell antizyklisch und somit risikohemmend einzustufen.

Die Argumente von Skinner und Ioannides wurden insofern von den Regulatoren erhört, als dass AT1 CoCos im heutigen Umfeld keine überproportional hohen Coupon Step-up Features

⁶² Clerc-Renaud, Sébastien, Neuberger, Doris, Reifner, Udo und Rissi, Roger (2011): «CRD IV - Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements Directive IV», European Parliament (Hrsg.), Brüssel, Juni 2011, S. 1ff.

⁶³ Rissi, Roger (2012): «Basel III schießt am Ziel vorbei», Finanz und Wirtschaft vom 7. April 2012, S.15

⁶⁴ Berg, Tobias und Kaserer, Christoph (2014): «Does contingent capital induce excessive risk-taking?», Working Paper Universität Bonn und Technische Universität München, S. 1

⁶⁵ Skinner, Frank S. und Ioannides, Michalis (2011): «Contingent Capital Securities: Problems and Solutions», University of Surrey und BNP Paribas, S. 1ff.

für die Zeit nach dem erstmöglichen Call aufweisen. Basel III verbietet grundsätzlich starke Anreize zum Call von CoCos für Emittenten. Die CRD-IV-Richtlinie geht gar noch weiter, indem sie Dividenden- Stopper- und Dividenden-Pusher-Klauseln ganz verbietet. Das heisst, dass der Stopp einer Couponzahlung einer AT1 Pflichtwandelanleihe durch den Emittenten diskretionär geregelt und umgesetzt werden kann, sollten Verluste die minimalen Kapitalanforderungen einer Bank verletzen. Dies war bei der Erstaussgabe von Pflichtwandelanleihen im Jahr 2009 noch anders.

Die von den grossen Ratingagenturen (mit-)gelenkte Entwicklung führt dazu, dass Emittenten zwischenzeitlich schwindende Rückzahlungsanreize haben, wodurch AT1 Pflichtwandelanleihen eine deutlich längere Laufzeit aufweisen könnten, als dies von Marktteilnehmern eingeschätzt wird. Dies gilt insbesondere in einem refinanzierungsfeindlichen Marktumfeld respektive bei einem Anstieg der Kreditrisikoprämien von Banken, wie 2016 in verschiedenen Regionen Europas zu beobachten war. Immerhin kann aus Investorensicht argumentiert werden, dass beim Übergang des für die Non-Call-Phase fixierten Coupons zu einem variablen Coupon nach dem erstmaligen Call das Zinsänderungsrisiko faktisch negiert wird. Ein allfällig gegenüber den Emissionsbedingungen angestiegenes Kreditrisiko würde bei den meisten gesichteten CoCos im Non-Call Event nicht mehr adäquat entschädigt, was die Kurse in einem solchen Szenario unter Druck bringen würde.

«Additional Tier 1 Pflichtwandelanleihen könnten aufgrund der aktuellen Marktentwicklung und Regulation eine deutlich längere Laufzeit aufweisen, als dies von Marktteilnehmern eingeschätzt wird.»

Ein Beispiel für einen Irrtum des Gesamtmarkts zeigen De Spiegeleer und Schoutens (2014)⁶⁶ anhand eines Deutschen-Bank-CoCos im Jahr 2008 auf.

Die Anfang 2004 von der Deutschen Bank herausgegebene Tier 2 Pflichtwandelanleihe hätte unter Einhaltung einer 30-tägigen Vornotiz gegenüber Investoren per 16. Januar 2009 erstmalig gekündigt werden können. Der Gesamtmarkt erwartete genau dies, was sich auch im zum Call-Preis konvergierenden Kursverlauf widerspiegelt. Als die Deutsche Bank am 16. Dezember 2008 keine Call-Information meldete, weil die Marktturbulenzen zu jener Zeit als erhöht einzustufen waren und damit die Refinanzierung einer neuen Tier 2 Pflichtwandelanleihe zu attraktiven Konditionen nicht gesichert war, handelte sie mit dem Non-Call-Event rational. Der fünfjährige CDS Spread für nachrangiges Kapital der Deutschen Bank lag am 17. Dezember 2008 bei 244bp. Der Coupon Step-up von gut 88bp, welchen die Deutschen Bank durch den Non-Call-Event zusätzlich zum dreimonatigen Euribor bezahlen musste, kam sie deutlich günstiger als die Emission einer vergleichbaren Tier 2 Pflichtwandelanleihe zu stehen. Investoren der Tier 2 Pflichtwandelanleihe der Deutschen Bank waren überrascht und mussten am 17. Dezember 2008 einen ungleichen Kursverlust von 10.6 % hinnehmen. Einen ähnlichen Prozess durchlief laut Ritzema (2015)⁶⁷ auch die italienische Bank Monte dei Paschi di Siena im Februar 2011, als eine AT1 Pflichtwandelanleihe ebenfalls nicht zurückgerufen wurde.

⁶⁶ De Spiegeleer, Jan und Schoutens, Wim (2014): «CoCo Bonds with Extension Risk», SSRN Paper vom 3. Februar 2014, Department of Mathematics, Katholieke Universiteit Leuven, Belgien und Jabre Capital Partners, Genf, Schweiz, S. 3ff.

⁶⁷ Ritzema, Berend Pieter (2015): «Understanding Additional Tier 1 CoCo Bond Prices using First-Passage Time Models», Master's Thesis Quantitative Finance, Erasmus Universiteit Rotterdam

Deutsche Bank CoCo	ISIN DE0003933511
Rang	Tier 2
Ausgabedatum und Credit Spread	16.01.2004, 38bp oberhalb Mid-Swap
Standard & Poor's Rating	BBB+
Verfall	16.01.2014
First Call Datum	16.01.2009 @ 100 %
Call-Zeitplan und Call-Ankündigung	Quartalsweise, 30 Tage
Coupon Step-up	Vorhanden, dreimonatiger Euribor + 88bp

Tabelle 10 – Beispiel Deutsche Bank CoCo Non-Call⁶⁸

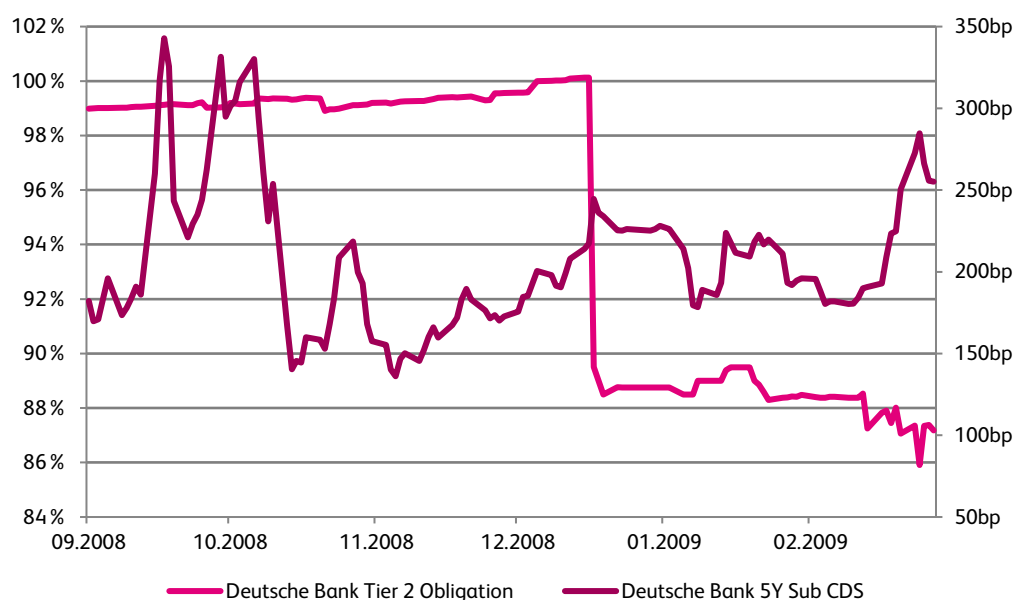


Abbildung 15 – Beispiel Deutsche Bank CoCo Non-Call⁶⁹

Dieses Beispiel zeigt auf, dass die Call-Wahrscheinlichkeit eines CoCos stark von dem zu den jeweiligen Call-Terminen herrschenden Markumfeld abhängig sein kann. Der in der obigen Grafik zusätzlich dargestellte fünfjährige CDS Spread für nachrangiges Kapital der Bank reflektiert die Instabilität der Betrachtung der Marktakteure gerade in den volatilen Jahren 2008 und 2009. Allein im September 2008 schwankte die Kreditrisikoprämie zwischen 169 und 343 Basispunkten. Unterstellt wird im nachrangigen Bereich in der Regel ein Liquidationswert von 20 %.

Aus Sicht der Systemstabilität scheint es zudem Verbesserungspotential in der Strukturierung sowie in der Anzahl ausstehender CoCos zu geben. So empfehlen De Spiegeleer und Schoutens

⁶⁸ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

⁶⁹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

(2011)⁷⁰ in ihrer Arbeit «Steering a Bank Around a Death Spiral: Multiple Trigger CoCos» anstelle von Single Triggern CoCos herauszugeben, um die Deltas der CoCos gegenüber Aktien zu reduzieren. Zudem empfehlen die Wissenschaftler, CoCo-Emissionsvolumen über eine erhöhte Anzahl von Emissionen zu verteilen: «Dies ist ein wesentlich einfacherer Prozess, als wenn man mit einem grossen Nominalbetrag umgehen muss, dessen Schicksal wegen eines einzelnen CET1 Ratios auf dem Spiel steht. Investoren können nun auch von einer grösseren Auswahl an CoCos wählen und ihr Risiko streuen». Bis Ende 2016 waren am Markt diesbezüglich keine Innovationen seitens der Emittenten zu erkennen.

Sarin und Summers (2016)⁷¹ publizierten im September 2016 eine Studie zu der Frage, ob Banken in der Nachkrisenzeit sicherer geworden sind. Die Forscher der Universität Harvard untersuchten anhand der acht Kennzahlen Volatilität, implizite Volatilität, Put Option Delta, Beta, CDS Spread, Kurs-Gewinn-Verhältnis, Vorzugsaktienkurs und systemisches Risiko 86 Finanzinstitute. Sie kamen zu dem Schluss, dass die untersuchten Finanzinstitute trotz verschärfter Regulierungsvorschriften in der Nachkrisenzeit riskanter geworden seien. Laut Sarin und Summers können Erklärungsansätze in der Tatsache gefunden werden, dass der Markt Risiken vor 2008 tendenziell unterschätzte, diese nun aber korrekt bewertet. Die Forscher gehen davon aus, dass die Regulierungsvorschriften umgangen werden können. Als wahrscheinlichster Erklärungsansatz werden jedoch in der Arbeit die sich eingetrübten Aussichten der klassischen Geschäftsmodelle im Rahmen der Niedrigzinspolitik, zahlreiche Einschränkungen bisher profitabler Geschäftspraktiken sowie hohe Rückstellungen für die Bezahlung von Bussen genannt.

«Forscher der Universität Harvard gehen per September 2016 davon aus, dass Banken trotz verschärfter Regulierungsvorschriften in der Nachkrisenzeit riskanter geworden sind.»

Zusammenfassend lässt sich somit noch erhebliches Verbesserungspotential im Bereich der Gleichschaltung von Interessen des Bankmanagements, des Regulators sowie generell der Investoren feststellen. In einem noch jungen Markt wie dem CoCo Markt war dies zu erwarten. Erst die nächste Bankenkrise wird zeigen, wie und ob die neu geschaffenen Verlustpolster ihre Wirkung vollumfänglich entfalten können. Bis dahin gilt es, sich die Vor- und Nachteile sowie Chancen und Risiken von CoCos in ihren unterschiedlichsten Ausstattungsmerkmalen sowohl aus Emittenten- wie auch Investorensicht zu vergegenwärtigen. Der Regulator tut gut daran, aktuelle Entwicklungen zu reflektieren und zu hinterfragen, ob die mit den neuen Regulierungsvorstössen beabsichtigten Effekte auch tatsächlich am Markt ankommen.

«Aus Optik der Systemstabilität scheint es zudem Verbesserungspotential in der Strukturierung sowie in der Anzahl ausstehender CoCos zu geben.»

7.6.4. Regulatorische Rahmenbedingungen und Emissionstätigkeit

2014 nahm das CoCo-Emissionsvolumen in EUR stark zu. Dies geht mit der zunehmenden Schaffung der steuerlichen Rechtssicherheit in Europa einher. So legte beispielsweise das Deutsche Bundesfinanzministerium am 10. April 2014 die von der deutschen Bankenindustrie lange erwarteten steuerlichen Rahmenbedingungen für Contingent Convertible Bonds fest. Nun steht fest, dass die Zinsen auf die Anleihen als Betriebsausgaben von der Steuer absetzbar sind. Auf Zahlungen an ausländische Investoren wird zudem keine Kapitalertragsteuer fällig werden.

⁷⁰ De Spiegeleer, Jan und Schoutens, Wim (2011): «Steering a bank around a death spiral: Multiple Trigger CoCos», Katholieke Universiteit Leuven, Belgien, S. 1ff.

⁷¹ Sarin, Natasha und Summers, Lawrence H. (2016): „Have big banks gotten safer?“, Research Paper der Universität Harvard, URL: <https://www.brookings.edu/bpea-articles/have-big-banks-gotten-safer/> [19.10.2016], S.1ff.

Bereits drei Wochen später ging die Deutsche Bank auf Road Show Tour für die Emission der ersten AT1 Pflichtwandelanleihe eines deutschen Emittenten im Umfang von EUR 1.5 Mia, weshalb im Markt davon ausgegangen wird, dass die geschaffene Rechtssicherheit zu erheblich mehr CoCo-Emissionen deutscher Banken führen wird. Zudem liess die Deutsche Bank verlauten, dass sie bis Ende 2015 rund EUR 5 Mia. frischen CoCo-Kapitals emittieren wolle. Die erste AT1 Pflichtwandelanleihe wurde Mitte Mai 2014 in drei Tranchen in unterschiedlichen Währungen zu Coupons von 6 % bis 7.125 % im Rahmen von EUR 3.5 Mia. emittiert. Der CoCo wurde siebenfach überzeichnet. Die Commerzbank und einzelne Landesbanken könnten angesichts ihres Geschäftsmodells sowie ihrer aktuellen Kapitalstruktur folgen.

7.7. Grössenverhältnisse und Kapitalstruktur des Bankenhybridmarktes

Durch die einschlägigen regulatorischen Veränderungen des globalen Finanzmarktes befindet sich die gesamte Kapitalstruktur von Banken in einer Veränderungsphase. Die mit der Umsetzung und Integration verbundene Dynamik und die damit emergierenden Risikofaktoren führen zu einem Renditeaufschlag von Bankenfremdkapital. Aus Investorensicht scheint diese Transformationsphase einerseits interessant, zugleich aber auch dynamisch und komplex.

Per November 2013 – und somit in der aktivsten Emissionsphase von Pflichtwandelanleihen – wurde der Markt für Bankenfremdkapital (USA, Europa und UK) auf USD 12'400 Mia. geschätzt. Covered Bonds betragen rund USD 4'300 Mia., Senior unsecured Bonds rund USD 6'600 Mia., das nachrangige (Subordinated) Fremdkapital belief sich auf rund USD 1'500 Mia. Die folgende Grafik veranschaulicht die oben genannten Werte:

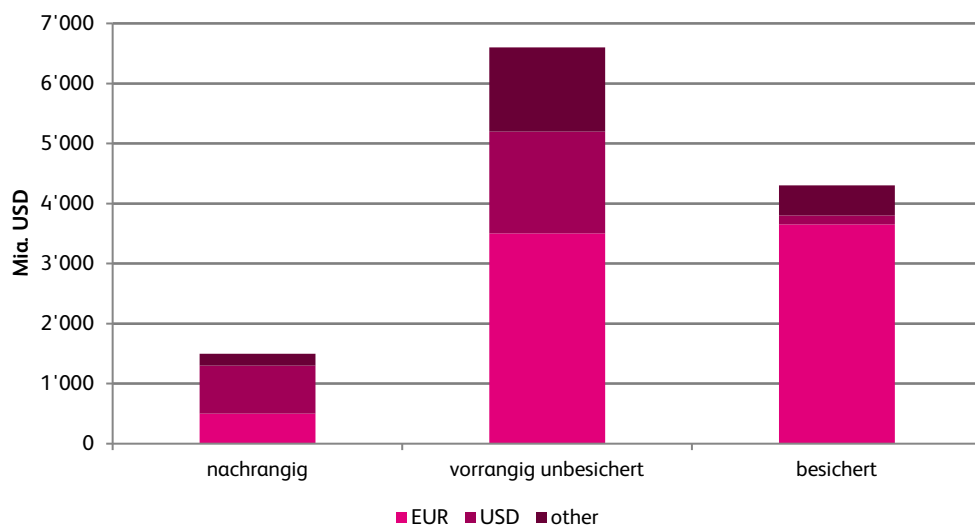


Abbildung 16 – Ausstehendes Bankenfremdkapital nach Rang und Währung in Mia. USD (November 2013)⁷²

Letzteres lässt sich wiederum aufteilen in USD 565 Mia. Additional Tier 1, USD 647 Mia. Tier 2 sowie sonstiges Hybridkapital im Gegenwert von USD 267 Mia.

⁷² Eigene Darstellung in Anlehnung an Goldman Sachs (2014): «Global Financials Strategy», Investorenpräsentation für qualifizierte Investoren, im Januar 2014, S. 5

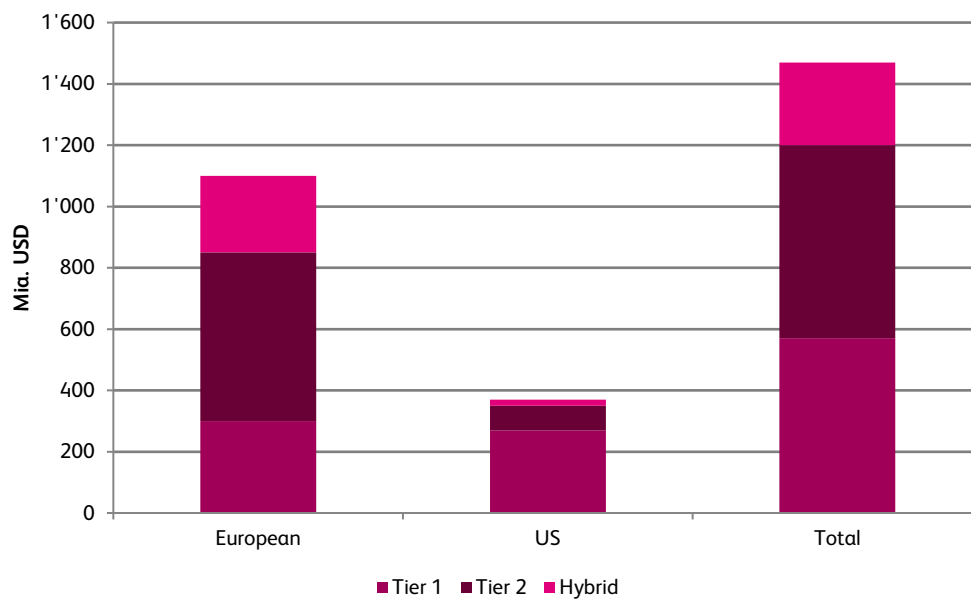


Abbildung 17 – Gesamtvolumen an Financial und Non-Financial Hybridkapital in Mia. USD (November 2013)⁷³

Moody's (2016b)⁷⁴ berichtete Anfang März 2016, dass die Emissionstätigkeit von CoCos im Jahr 2015 von USD 175 Mia. im Jahr 2014 um 42% auf USD 101 Mia. fiel. Als Hauptgrund wurde die Zurückhaltung chinesischer Banken aufgrund der verhältnismässig schwachen Wachstumsraten der dortigen Bankbilanzen angegeben. Der asiatische Bankensektor war 2015 für 48% der globalen CoCo-Emissionen verantwortlich. Auf europäische Banken fallen rund 40% der jüngsten Emissionstätigkeiten. Mitte September 2016 gab die State Bank of India als erstes indisches Finanzhaus eine Offshore AT1 Pflichtwandelanleihe in USD heraus. Der Coupon des nach Basel III ausgerichteten CoCos lag bei 5.5%, das Emissionsvolumen bei USD 300 Mio. Bei 76% der global emittierten CoCos handelte es sich im Jahr 2015 um Additional Tier 1, 24% der Fälle waren Tier 2 Pflichtwandelanleihen.

Für den europäischen Bankenmarkt wird in den kommenden fünf Jahren in der Branche⁷⁵ ein zusätzliches Emissionsvolumen von EUR 175 bis 200 Mia. p.a. erwartet. Dafür spricht die Tatsache, dass CoCos im aktuellen Tiefzinsumfeld günstiger als Aktien sind, in normalen Marktverhältnissen keine Verwässerung der Aktionäre erzeugen, von Ratingagenturen und Regulatoren als Eigenkapital anerkannt werden sowie die Leverage Ratio verbessern.

Die untenstehende Grafik⁷⁶ zeigt die Emissionstätigkeit von Hybridkapital weltweit, dessen erstmögliche Kündigungsmöglichkeit seitens des Emittenten pro Quartal (Säulen) sowie im Drei-Periodendurchschnitt (Linien). Die in der Mehrzahl der Hybriden beinhaltetete Non-Call-Klausel von fünfenehalb Jahren wird dabei optisch ersichtlich.

⁷³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Goldman Sachs (2014): «Global Financials Strategy», Investorenpräsentation für qualifizierte Investoren, im Januar 2014, S. 5

⁷⁴ Moody's (2016a): «Global CoCos issuance falls in 2015; Asian, European banks still dominant», Global Credit Research vom 3. Februar 2016, S. 1ff.

⁷⁵ Henderson Global Investors (2016): «The rise of the CoCo – a primer on bank capital», Publikation vom 5. Februar 2016, URL: https://az768132.vo.msecnd.net/documents/27051_2016_02_05_11_15_38_403.gzip.pdf [26.11.2016], S.1

⁷⁶ Vallee, Boris (2015): «Call Me Maybe? The Effects of Exercising Contingent Capital», Harvard Business School Publikation vom 28. Oktober 2015, S. 34

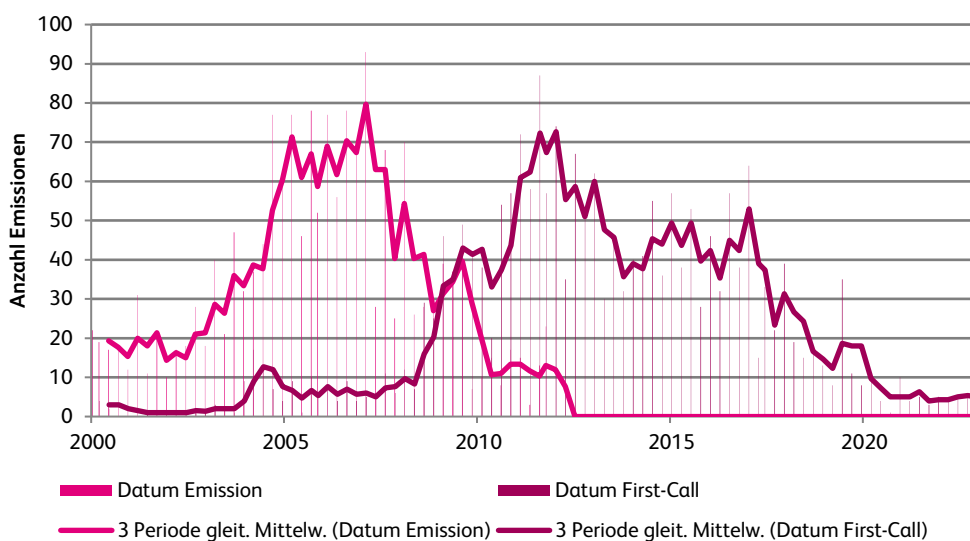


Abbildung 18 – Anzahl Emissionen und First-Call-Daten auf Quartalsbasis⁷⁷

Die rege Emissionstätigkeit von Hybridkapital wirkte sich positiv auf die Kernkapitalquoten der europäischen Banken aus. Ebenso wirkten sich die eher zurückhaltende Distribution von Gewinnen an die Bankaktionäre und die damit einhergehende Aufstockung der Kapitalreserven positiv auf die Kernkapitalquoten aus. Zur Reflektion: 2007 betrug das durchschnittliche Kernkapital Tier 1 bei europäischen Banken 7%. Im Schnitt mussten Banken in der Nachkrisenzeit rund 6% der risikogewichteten Aktiven abschreiben, was zu staatlichen Hilfsprogrammen bei zahlreichen Banken führte. Die untenstehende Grafik zeigt die Situation Ende 2007 auf:

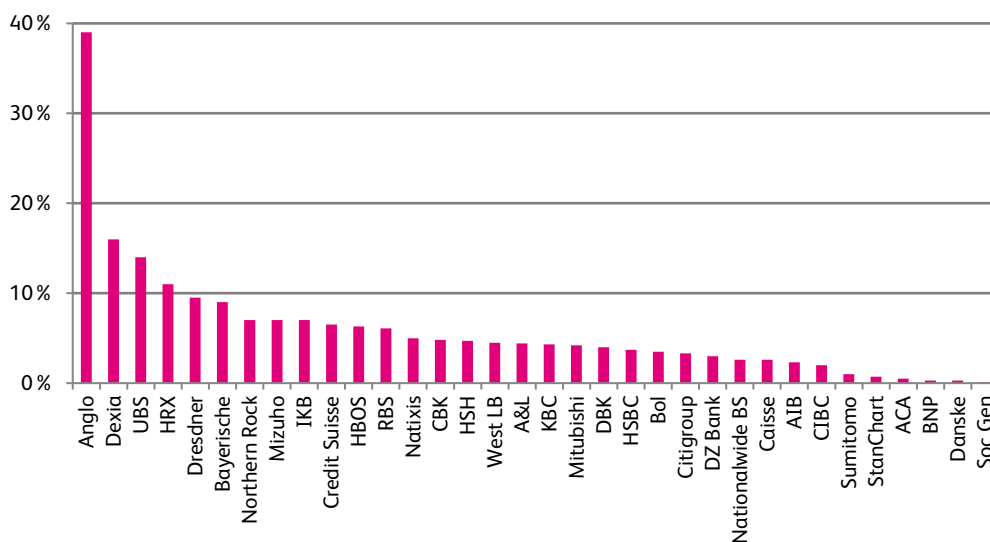


Abbildung 19 – Core Tier 1 Capital in % of RWA (Dezember 2007)⁷⁸

⁷⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Vallee, Boris (2015): «Call Me Maybe? The Effects of Exercising Contingent Capital», Figure 1: Issue Dates and Postponement Options of Hybrid Bonds, Harvard Business School Publikation vom 28. Oktober 2015, S. 34

⁷⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Goldman Sachs (2014): «Global Financials Strategy», Investorenpräsentation für qualifizierte Investoren, im Januar 2014, S. 8

Betreffend der Kapitalstruktur ist anzufügen, dass bis dato primär neue Additional Tier 1 (AT1) Pflichtwandelanleihen in Europa emittiert werden. Diese Form von Ergänzungskapital ist nur noch gegenüber Aktionären vorrangig, respektive mit der theoretisch unendlichen Laufzeit und der Möglichkeit zur Aussetzung von Zinszahlungen gegenüber allen anderen Ergänzungskapitalinstrumenten nachrangig. Dies hat unter anderem mit der EU-Eigenkapitalrichtlinie Capital Requirements Directive IV (CRD IV) zu tun. Diese verlangt keine Tier 2 Pflichtwandelanleihen, um den Abschreibungsmechanismus einer in Schieflage geratenen Bank in Gang zu setzen. Einzig die Lösung durch Swiss Finish erhielt regulatorische Unterstützung für die Ausgabe von zusätzlichem Tier 2 Kapital.

Bei den erwähnten AT1 Pflichtwandelanleihen setzte sich in England und Spanien der Equity-Conversion-Verlustabsorptionsmechanismus durch, der bei Unterschreiten der vorab festgelegten CET1 Quote die AT1 Instrumente in Aktien umwandelt. In Frankreich, Belgien oder Dänemark setzte sich beispielsweise der Principle-Write-down-Verlustabsorptionsmechanismus durch. In diesem Fall wird das gesamte Pflichtwandelanleihekaptal oder ein Teil davon abgeschrieben. In der Schweiz existieren bei an der Schweizer Börse kotierten Finanzinstituten beide Varianten.

Da die europäischen Banken unterschiedliche Kapitalstrukturen aufweisen, werden die einzelnen Finanzinstitute unterschiedlich stark von der Emissionstätigkeit betroffen sein. Weitgehend klar scheint, dass Banken mit alten CoCos respektive mit solchen, die sich nicht für die per August 2013 eingeführte CRD-IV-Richtlinie qualifizieren, höhere Emissionstätigkeiten aufweisen werden als Banken, die in den letzten Jahren die strukturell notwendigen Anpassungen vornahmen. So wird beispielsweise den beiden Schweizer Grossbanken Credit Suisse und UBS nur noch ein verhältnismässig kleines Neuemissionspotential zugetraut. Umgekehrt scheinen Grossbanken wie die HSBC, Deutsche Bank oder BNP Paribas noch einen verhältnismässig hohen CoCo-Emissionsbedarf aufzuweisen. Verfolgt man die Emissionstätigkeit der Banken mit dem im März 2014 am höchsten zugetrauten Neuemissionspotential bis Ende 2016, stellt man keine erhöhte CoCo-Emissionstätigkeit dieser Banken fest. Die Gründe hierfür sind vielfältig. So litten die Banken gerade 2016 unter einem für sie schwierigen Marktumfeld. Nach dem Sell-Off im Januar 2016 wagten sich nur wenige europäische Banken wie die BBVA, HSBC, UBS oder Rabobank an die Emission von AT1 Pflichtwandelanleihen. Die CoCos der Deutschen Bank kamen 2016 mit Kurseinbrüchen von temporär 30% stark unter Druck. Hintergrundinformationen hierzu können im Absatz Fallbeispiele dieses Praxishandbuchs entnommen werden.

Insgesamt kann festgehalten werden, dass sich der Markt für Pflichtwandelanleihen weiterhin in einem Entwicklungsstadium befindet. Das grösste Emissionspotential wird in asiatischen Ländern gesehen.

«Der Markt für Pflichtwandelanleihen befindet sich weiterhin in einem Entwicklungsstadium. Das grösste Emissionspotential wird in asiatischen Ländern gesehen.»

7.8. Entwicklung des Pflichtwandelanleihen Marktes von 2009 bis 2016

Die globale Emissionstätigkeit von Pflichtwandelanleihen erzielte 2014 laut Moody's (2016b)⁷⁹ mit einem Volumen von USD 175 Mia. einen Höchststand. 2015 wurden gemäss der Ratingagentur CoCos im Umfang von USD 105 Mia. ausgegeben. Für 2016 wurde von der genannten Ratingagentur ein Einpendeln der globalen Emissionstätigkeit um USD 75 Mia. erwartet. J.P. Morgan (2016)⁸⁰ ging von höheren kumulativen Emissionstätigkeiten für AT1 Kapital aus (vgl. untenstehende Grafik). Für 2019 wird ein kumulierter AT1 Markt von EUR 226 Mia. erwartet. JP Morgan begründet dies damit, dass CoCos nach wie vor günstiger als Aktienkapital für Banken sind, woaus Zinsvorteile generiert werden und auch damit, dass die regulatorischen Eigenmittelanforderungen bis 2019 weiter ansteigen werden.

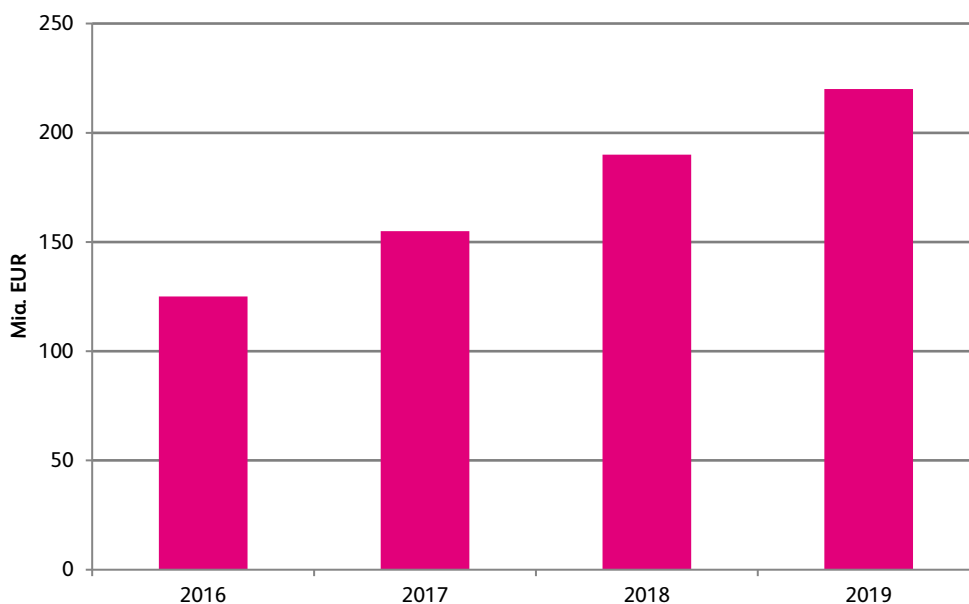


Abbildung 20 – Erwartetes AT1 Emissionsvolumen bis 2019 in Mia. EUR⁸¹

Etwas zurückhaltender sah dies Société Générale (2016)⁸², die für die aktuell rund EUR 103 Mia. der von europäischen Banken ausstehenden AT1 Pflichtwandelanleihen ein Emissionspotential von rund EUR 69 Mia. sieht. Das höchste Emissionspotential zur Erreichung der regulatorisch maximal erwarteten AT1 Kapitalausstattung geht gemäss der Berechnung auf Frankreich (EUR 15.6 Mia.), auf die Schweiz (EUR 13.7 Mia.) sowie auf das Vereinigte Königreich und Irland (EUR 11.1 Mia.) zurück.

⁷⁹ Moody's (2016b): «Global CoCo issuance in 2016 likely to be 30% less than 2015», Global Credit Research Announcement per 25. Mai 2016, URL: https://www.moody.com/research/Moodys-Global-CoCo-issuance-in-2016-likely-to-be-30-PR_349471?WT.mc_id=AM-RmluYW56ZW4ubmV0X1JTQl9SYXRpbmdzX05ld3NfTm9fVHJhbnN-sYXRpb25z-20160525_PR_349471 [15.03.2017], S. 1

⁸⁰ Arnold, Martin, Hale, Thomas und Noonan, Laura (2016): «Bank coco market faces uphill struggle», Bericht in der Financial Times vom 23. Februar 2016 mit Verweis auf JPMorgan Research, S. 1ff

⁸¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Arnold, Martin, Hale, Thomas und Noonan, Laura (2016): «Bank coco market faces uphill struggle», Bericht in der Financial Times vom 23. Februar 2016 mit Verweis auf JPMorgan Research, S. 1ff

⁸² Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», The European Market, Regulation & Relative Value, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 65

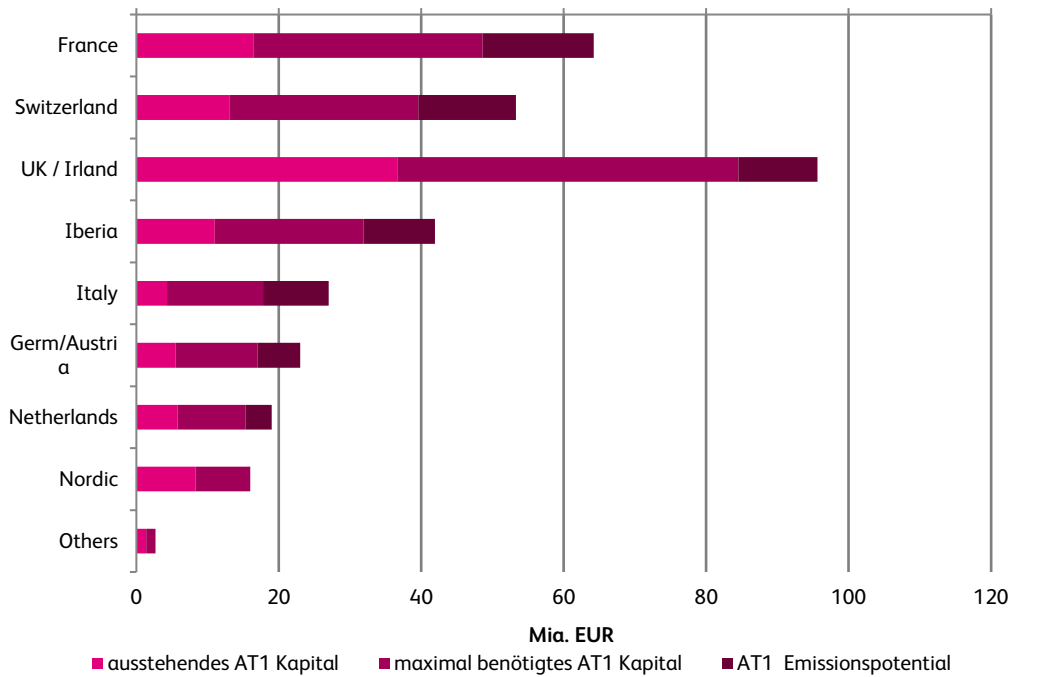


Abbildung 21 – Erwartetes AT1 Emissionsvolumen bis 2019 nach Region in Mia. EUR⁸³

Unter den grössten Emittenten befinden sich laut Moody's die in der untenstehenden Grafik abgebildeten Banken. Die Emissionstätigkeit von 2009 bis 2015 wird in Mia. USD angezeigt.

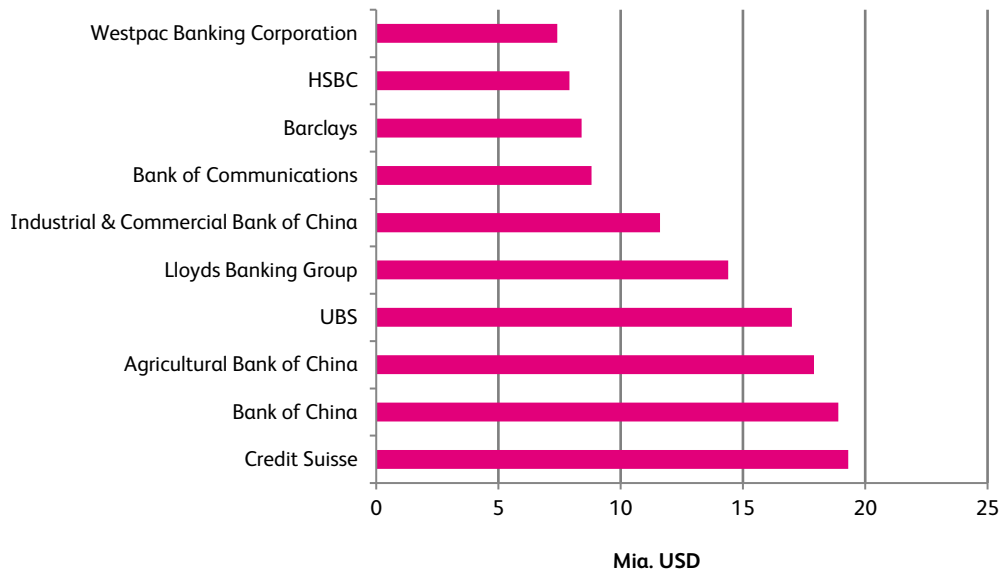


Abbildung 22 – Grösste Emittenten von Pflichtwandelanleihen in Mia. USD⁸⁴

⁸³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Bow, Michael (2016): «Is the market in European Coko bonds about to pop?», Report Independent.co.uk vom 11. Februar 2016, S. 1ff.

⁸⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Bow, Michael (2016): «Is the market in European Coko bonds about to pop?», Report Independent.co.uk vom 11. Februar 2016 mit Verweis auf Moody's Research, S. 1ff.

Bei der Anzahl der ausstehenden für die Capital Requirements Directive (CRD IV) kompatiblen AT1 Pflichtwandelanleihen gab es von März 2014 bis Oktober 2016 einen starken Anstieg. Gemäss Société Générale (2016)⁸⁵ ist die Anzahl der Emissionen in Europa von acht auf 114 angestiegen. Davon gehen 98 auf Additional Tier 1 Emissionen und 16 auf Tier 2 oder Senior-CoCo-Emissionen zurück. Grösste Emittentenländer sind dabei das Vereinigte Königreich und Irland mit 36% vor Frankreich mit 16% und der Schweiz mit 13%. Auf die einzelnen Grossbanken verteilen sich per 19. Oktober 2016 die Pflichtwandelanleihen wie folgt:

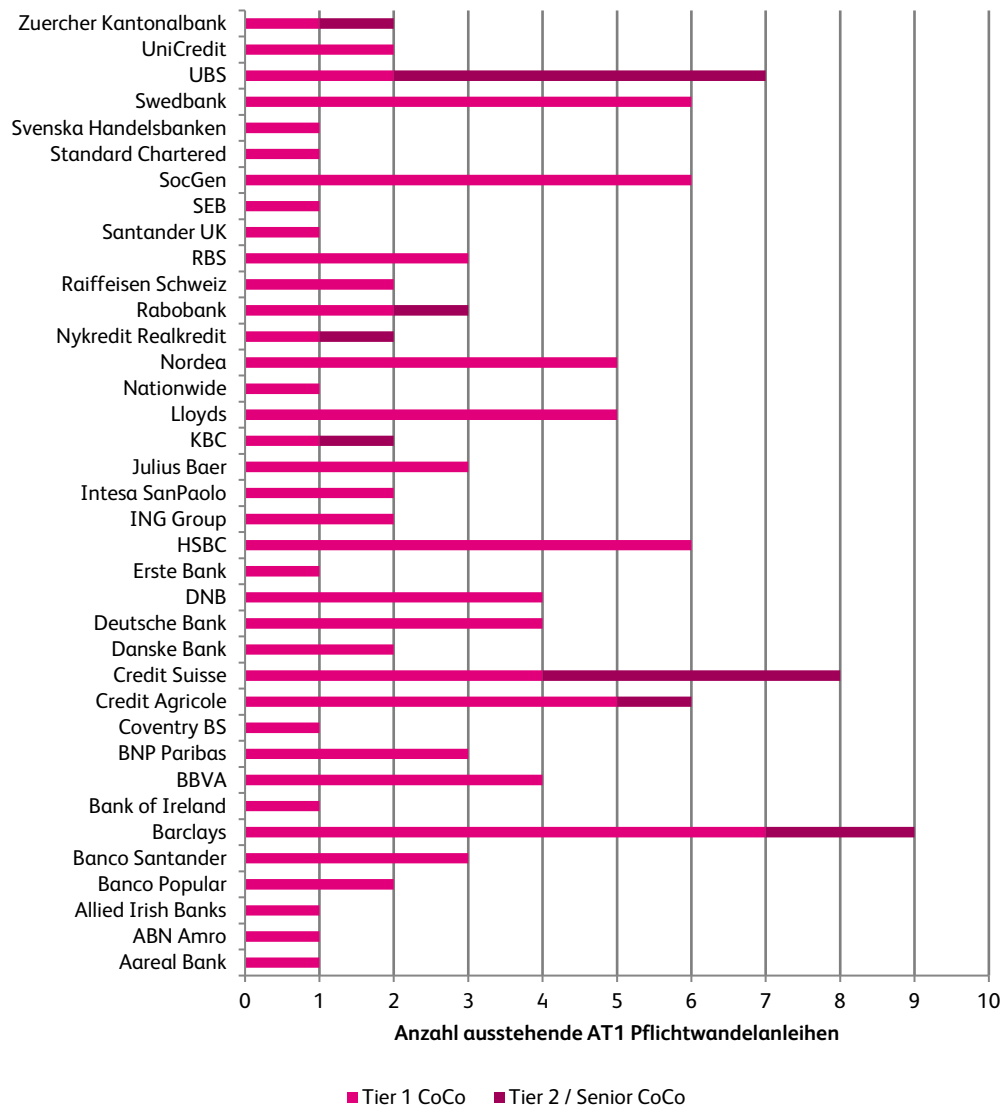


Abbildung 23 – Anzahl ausstehende AT1 Pflichtwandelanleihen (CRD IV kompatibel)⁸⁶

⁸⁵ Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», *The European Market, Regulation & Relative Value*, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 56

⁸⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», *The European Market, Regulation & Relative Value*, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 56

Der europäische AT1 Markt besteht laut Société Générale (2016) aus 47 % Equity Conversion, 39 % temporäre Write-down und 14 % permanente Write-down-AT1 Pflichtwandelanleihen.

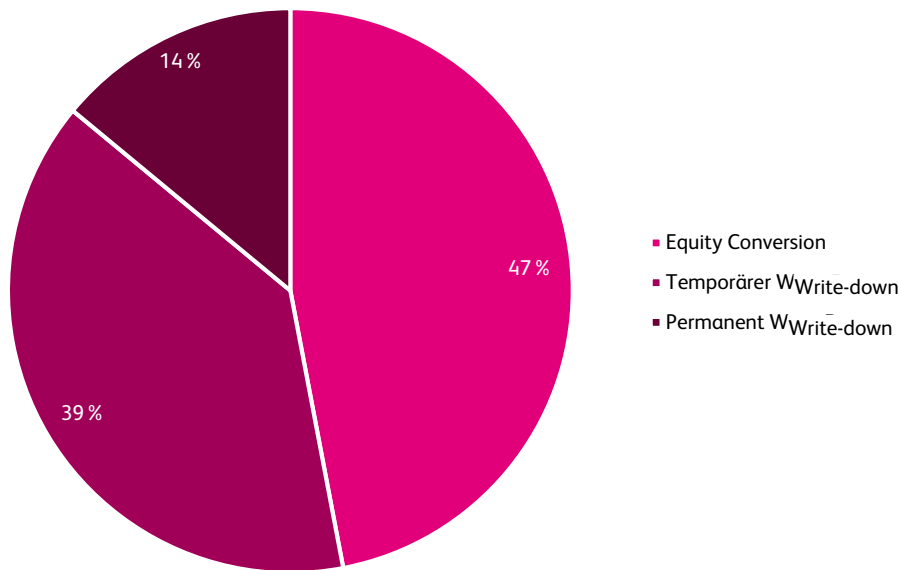


Abbildung 24 – Verlustabsorptionsmechanismen bei europäischen AT1 Pflichtwandelanleihen (Oktober 2016)⁸⁷

Währungsseitig dominiert der USD den europäischen AT1 Markt per Oktober 2016 mit einem Anteil von 57 %. Der Anteil des Schweizer Frankens beträgt gerade mal 3 %.

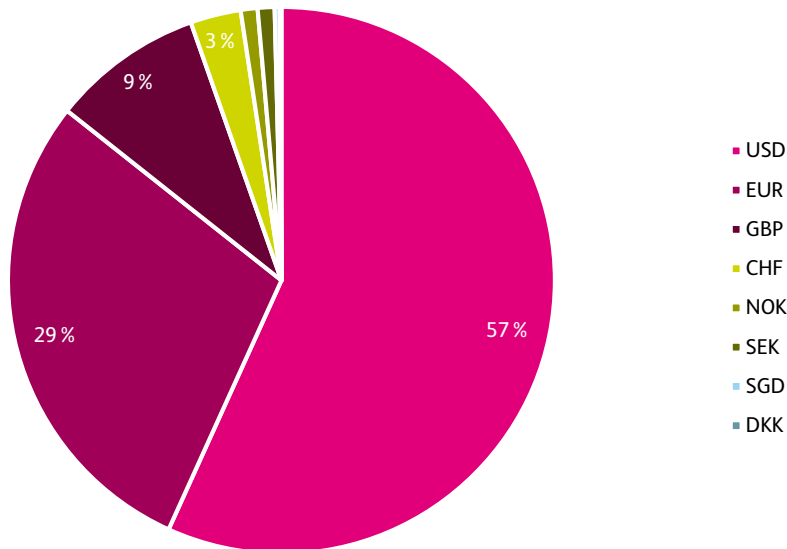


Abbildung 25 – Emissionswährung bei europäischen AT1 Pflichtwandelanleihen (Oktober 2016)⁸⁸

⁸⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», The European Market, Regulation & Relative Value, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 57

⁸⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», The European Market, Regulation & Relative Value, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 57

Bei Betrachtung der 2016 vorherrschenden Eigenmittelsituation bei europäischen Grossbanken sowie der regulatorischen Anforderungen ist davon auszugehen, dass es einige Grossbanken gibt, die zeitnah weiteres hartes Eigenkapital oder zumindest neues Pflichtwandelanleihenkapital benötigen werden. Scope Ratings (2016)⁸⁹ erstellte im Rahmen der im ersten Quartal 2016 aufgekommenen Sorgen betreffend Coupon, Stundungs- und Ausfallrisiken bei AT1 Pflichtwandelanleihen eine Übersicht. Diese zeigt sowohl die regulatorischen CET1 Anforderungen (Combined Buffer Requirement, CBR) im Jahr 2016, das von der Bank ausgewiesene CET1 Ratio, das Delta als Puffer zur Unterkapitalisierung (in % und in Millionen EUR) sowie ausschüttungsfähige Posten (Available Distributable Items, ADI).

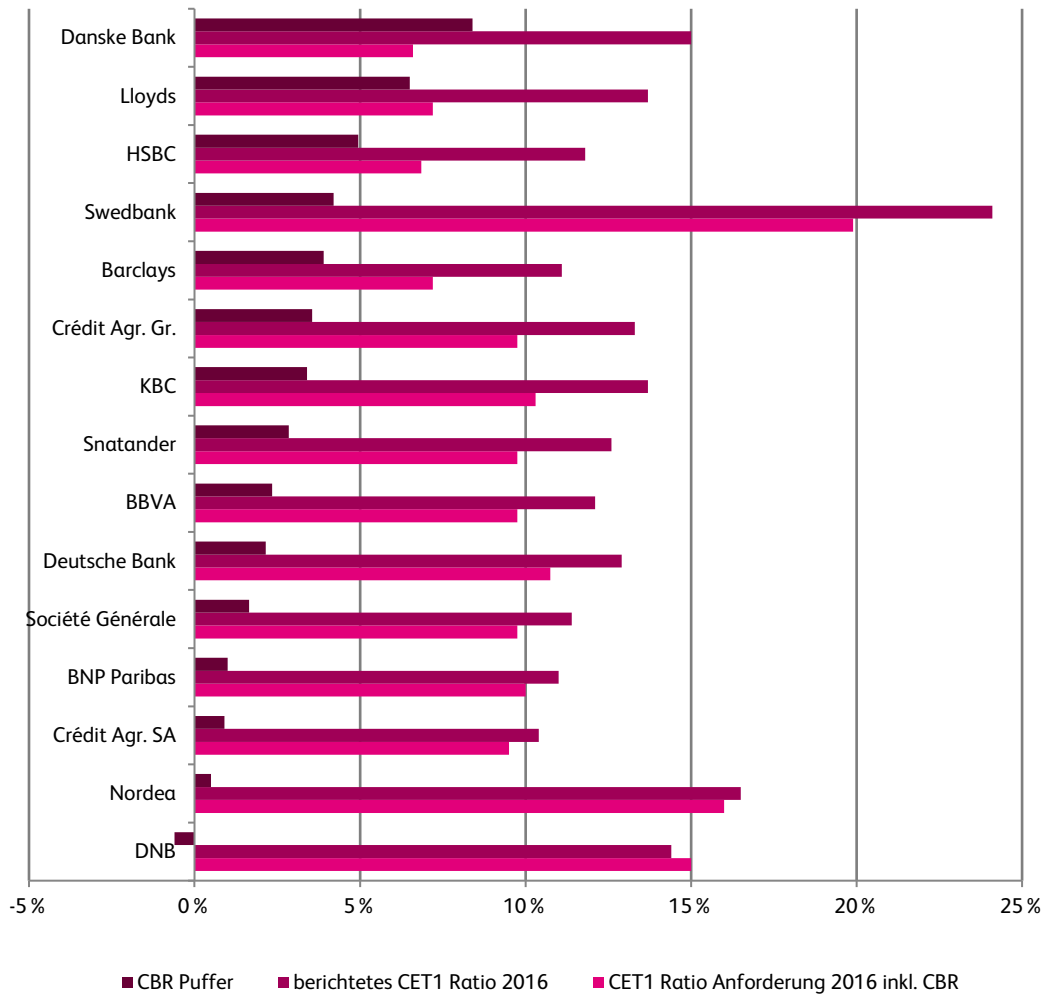


Abbildung 26 – Puffer zur Unterkapitalisierung (CBR-Puffer) bei europäischen Banken (2015)⁹⁰

Die Berechnung von Scope Ratings (2016) zeigt, dass sämtliche untersuchten Banken derzeit über genügend hohe ausschüttungsfähige Posten (Available Distributable Items, ADI) verfügen. Banken publizieren dies seit wenigen Jahren im Jahresreport. Um festzustellen, ob es Banken gestattet ist, an jedem Zinstermin Zinsen auf AT1 CoCos zu zahlen, werden gemäss individuellen Anleihebedingungen zuerst die ausschüttungsfähigen Posten berechnet. Der Kennzahl ADI dürfte in Zukunft eine erhöhte Beachtung durch AT1 CoCo-Investoren zukommen.

⁸⁹ Scope Ratings (2016): «AT1 risk repricing in Europe: Driven by perception of higher coupon risk», Research Publikation vom 15. Februar 2016, S. 2f.

⁹⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Scope Ratings (2016): «AT1 risk repricing in Europe: Driven by perception of higher coupon risk», Research Publikation vom 15. Februar 2016, S. 2f.

7.9. Bedeutung von Pflichtwandelanleihen in der Schweiz

In der Schweiz sind Pflichtwandelanleihen im Rahmen der Too-big-to-fail (TBTF)-Thematik von erheblicher Bedeutung. Die bisherige gesetzliche Regelung, die eine von einer Generalversammlung genehmigte oder bedingte Kapitalerhöhung mit Begrenzungen im Ausmass der Kapitalerhöhung und dem dafür geöffneten Zeitfenster voraussetzt, verunmöglichte aus Investorenschutzüberlegungen eine rasche Kapitalerhöhung eines in Schieflage geratenen Instituts.

In der Schweiz wurden verhältnismässig viele Tier 2 Pflichtwandelanleihen mit einem hohen Trigger-Ratio herausgegeben. Analysten schreiben dies den Anforderungen der «Swiss Finish»-Regelungen zu. Aus Investorensicht scheint der Schweizer CoCo Markt im Verhältnis zu europäischen oder US-Märkten insofern besonders attraktiv, da der 5 %-ige Trigger-Wert unterhalb der europäischen Konkurrenten (i.d.R. 5.125 %) liegt und die Schweizer Banken aufgrund der oben erwähnten Rahmenbedingungen im Schnitt deutlich besser kapitalisiert sein müssen. In der Phase 2009 bis 2015 gehörten sowohl die Credit Suisse als auch die UBS zu den Top fünf der CoCo-Emittenten weltweit. 2016 hielten sich europäische Banken mit der Neuemission von CoCos zurück. Das schwierige Marktumfeld für europäische Banken verursachte relativ hohe Kapitalkosten. Als Beispiel dafür kann der folgende Vergleich der HSBC Holdings plc als Branchenprimus und Proxy für die europäische Bankbranche dienen, bei dem sich die Emission eines äquivalenten Additional Tier 1 (AT1) Instruments um rund 1.25 % verteuerte, obwohl sich der Zinssatz für zehnjährige US-Staatsanleihen in der Vergleichsperiode um rund 0.8 % verringerte.

Emissionsdatum	10. September 2014	24. Mai 2016
Rang	Jr. Subordinated, AT1 Coco	Jr. Subordinated, AT1 Coco
Coupon	5.625 %	6.875 %
Emissionsgrösse	USD 1.5 Mia.	USD 2 Mia.
Währung	USD	USD
Erstmaliger Call	31. August 2019	1. Juni 2021

Tabelle 11 – Verteuerung HSBC AT1 Pflichtwandelanleihenemission 2014 vs. 2016 ⁹¹

7.10. Investoren von Pflichtwandelanleihen

Laut BIZ-Untersuchungen stammt die Nachfrage nach CoCos primär von Retail-Investoren und kleinen Privatbanken (~52 %). Vermögensverwalter hielten während der Untersuchung rund 27 %, Hedge Funds circa 9 %. Je 3 % wurden durch Banken und Versicherungen gehalten. Letztere sowie institutionelle Investoren halten sich aufgrund fehlender konsistenter CoCo Ratings sowie potentieller Zielkonflikte zwischen dem Regulator des CoCo-Herausgebers und dem Regulator des CoCo-Käufers weitgehend zurück. In Grossbritannien ist das Anbieten von CoCos gegenüber Privatinvestoren verboten, Deutschland steht dem Vertrieb von Pflichtwandelanleihen an das Privatkundensegment skeptisch gegenüber, sprach aber bis Ende 2016 kein ausdrückliches Verbot aus. In der Schweiz gibt es derzeit noch keine Vorkehrungen für ein allfälliges Verkaufsverbot an private Anleger.

⁹¹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Die Analysten von Société Générale (2014)⁹² legten anhand von sechs USD-Emissionen und einer EUR-(8.0% BACR)-CoCo-Emission im Jahr 2014 die Investorenkreise offen. Vermögensverwalter waren im Durchschnitt mit 61.4% die mit Abstand grösste Gruppe der CoCo-Zeichner. Hedge Funds übernahmen im Mittel 18.2%, vor Privatbanken mit 10.7%.

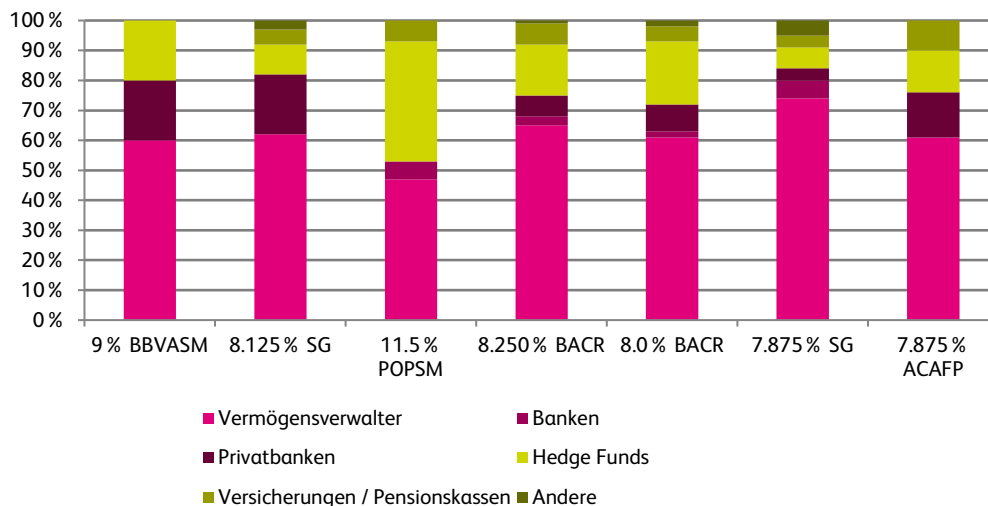


Abbildung 27 – Investoren von Pflichtwandelanleihen nach Investorengruppe (2014)⁹³

Dabei stehen die obigen Abkürzungen für folgende Bankinstitute:

- BBVASM: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
- SG: Société Générale SA
- POPSM: Banco Popular Espanol SA
- BACR: Barclays Bank PLC
- ACAFP: Crédit Agricole SA

Aufgrund ihrer geografischen Lage interessierten sich insbesondere angelsächsische Investoren für CoCos. So kamen 34.3% des Kapitals aus UK/Irland, vor Europa mit 30.4% und den USA mit 18.4%.

⁹² Société Générale (2014): «Bank Contingent Capital», *The Market, Structures and Relative Value*, Credit Research, S. 25

⁹³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2014): «Bank Contingent Capital», *The Market, Structures and Relative Value*, Credit Research, S. 25

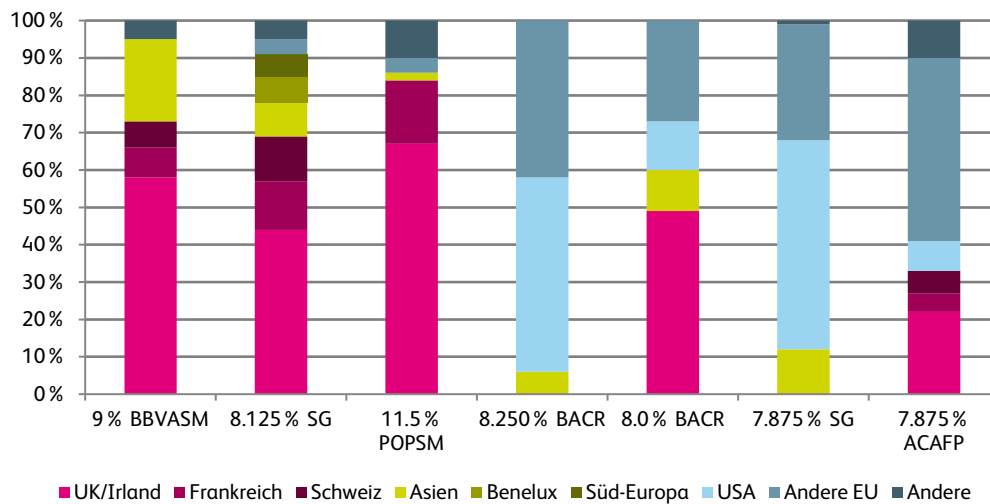


Abbildung 28 – Investoren von Pflichtwandelanleihen nach Geografie (2014)⁹⁴

7.11. Indizes für Pflichtwandelanleihen

Die Bank of America Merrill Lynch erschuf am 31. Dezember 2013 den Index «USD Contingent Capital Index». Dieser bildete anfänglich (Q1 2014) 48 Pflichtwandelanleihen mit einem Gesamtvolumen von rund USD 53 Mia. ab. Der Index berücksichtigt AT1 und T2 Anleihen.

Per 25. November 2016 betrug die durchschnittliche Verfallsrendite der zwischenzeitlich 78 CoCos 6.6 % respektive die Yield-to-Worst 6.5 % in USD. Dies entspricht bei einer Duration von 3.7 Jahren einem durchschnittlichen Asset Swap Spread (ASW) von 464 Basispunkten. Das Gesamtvolumen des sich aus 98 % aus Banken-CoCos zusammensetzenden Index wuchs per Ende November 2016 auf rund USD 114 Mia. an. Die Performance-Entwicklung des Index kann untenstehend entnommen werden:

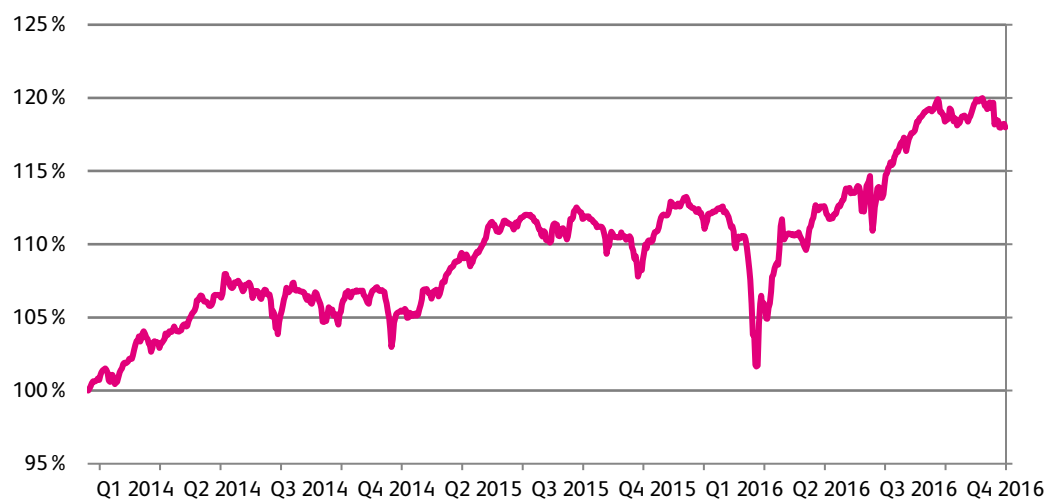


Abbildung 29 – Entwicklung BofA Merrill Lynch USD Contingent Capital Index⁹⁵

⁹⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Société Générale (2014): «Bank Contingent Capital», The Market, Structures and Relative Value, Credit Research, S. 25

⁹⁵ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Die Ratingzusammensetzung des Index der Bank of America Merrill Lynch USD Contingent Capital fällt per 25. November 2016 wie folgt aus:

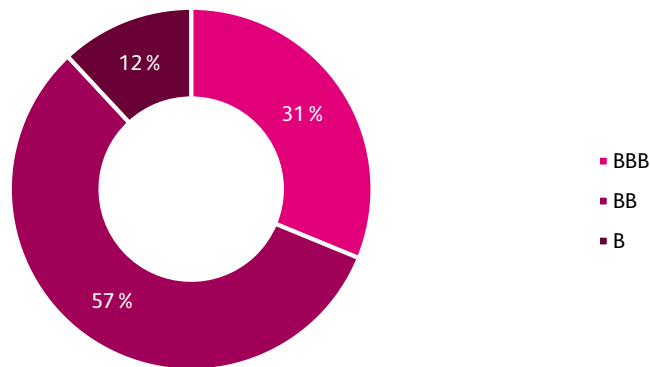


Abbildung 30 – Index des BofA Merrill Lynch USD Contingent Capital Zusammensetzung nach Rating⁹⁶

Es wird ersichtlich, dass weniger als ein Drittel der ausstehenden Emissionen über ein Investment Grade Rating verfügt. Der Kreditrisikoprämienaufschlag bei diesen Pflichtwandelanleihen gemessen am Option Adjusted Spread (OAS) betrug im Mittel 350bp gegenüber dem risikofreien Referenzzinssatz. Rund 1.2% höher kam am Beobachtungsstichtag der zusätzlich am Markt bezahlte Kreditrisikoprämienaufschlag für Pflichtwandelanleihen mit BB-Rating zu stehen. Für CoCos mit B-Rating wurde am Markt angesichts der ansteigenden Ausfall- respektive Abschreibungswahrscheinlichkeit eine Kreditrisikoprämie von über 690bp bezahlt.

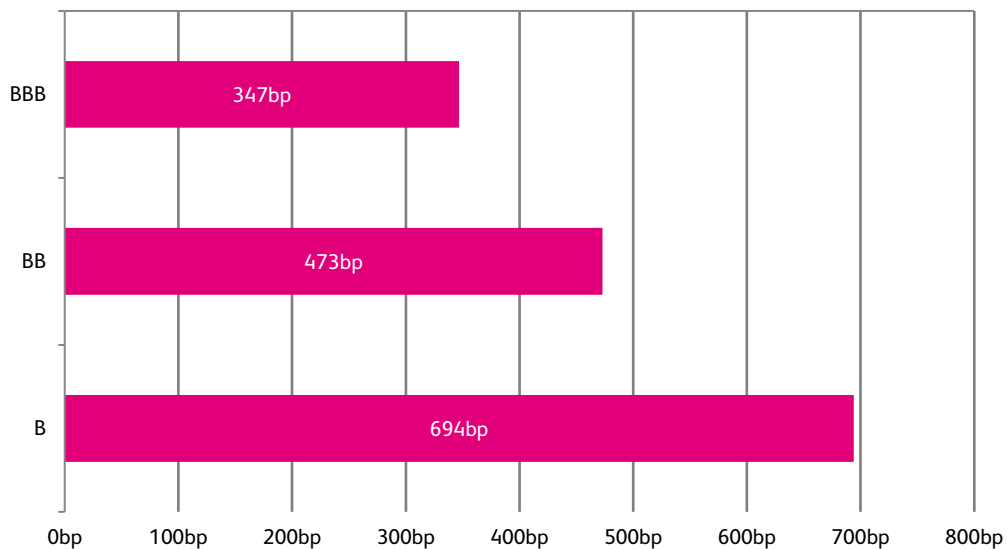


Abbildung 31 – BofA Merrill Lynch USD Contingent Capital Index Kreditrisikoprämie nach Rating⁹⁷

Ebenfalls am 31. Dezember 2013 lancierte der Indexprovider Markit eine Serie von Contingent- Convertible-Total-Return-Indizes. Unter anderem wurde nach geografischen Aspekten (Industrieländer vs. Schwellenländer) wie auch Liquidität unterschieden.

⁹⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Bank of America Merrill Lynch (2016): «USD Contingent Capital Index Factsheet», Daten per 25. November 2016, Bloomberg

⁹⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Bank of America Merrill Lynch (2016): «USD Contingent Capital Index Factsheet», Daten per 25. November 2016, Bloomberg

7.12. Hybride und Pflichtwandelanleihen Anlagefonds und ETFs

Die Asset-Management-Industrie brachte per Ende 2016 erst relativ wenige Themenfonds zu Hybriden beziehungsweise Contingent Convertibles hervor. Die junge Fixed-Income-Sub-Assetklasse entwickelt sich jedoch laufend weiter, sodass die Chancen für weitere Produktlancierungen, die dann von Spezialisten aktiv gemanagt werden können, gut stehen.

Hybride

Per 1. Dezember 2016 erscheinen auf der Anlagefondsplattform fundinfo.com unter dem Suchbegriff «Hybrid» acht Produkte, wobei es sich bei sechs von ihnen um die gesuchten Hybrid-Anlagefonds respektive -ETFs handelt.

Produktname	Fokus	Produktart
Amundi Funds - Bond Global Hybrid	40 % Nicht-Finanzbereich 60 % Finanzbereich	Anlagefonds
Deutsche Invest I - Corporate Hybrid Bonds	100 % Nicht-Finanzbereich	ETF
DWS Hybrid Bond	50 % Nicht-Finanzbereich 50 % Finanzbereich	ETF
Fidelity Funds - Global Hybrids Bond	34 % Nicht-Finanzbereich 66 % Finanzbereich	Anlagefonds
Multilabel SICAV - Hybrid Bonds	100 % Finanzbereich	Anlagefonds
Neuberger Berman - Corporate Hybrid	100 % Nicht-Finanzbereich	Anlagefonds

Tabelle 12 – Hybrid-Anlagefonds und -ETFs⁹⁸

Pflichtwandelanleihen

Per 1. Dezember 2016 erscheinen auf der Anlagefondsplattform fundinfo.com unter dem Suchbegriff «CoCo» sechs Produkte:

Produktname	Fokus	Produktart
Algebris - Algebris Financial CoCo	100 % Finanzbereich	Anlagefonds
CAIAC - CoCo Alpha Bond	100 % Finanzbereich	Anlagefonds
IFAG - High Yield CoCo Bond	100 % Finanzbereich	Anlagefonds
Swisscanto - Bond Fund CoCo	100 % Finanzbereich	Anlagefonds
Union Investment - UniInstitutional CoCo Bonds	100 % Finanzbereich	Anlagefonds

Abbildung 32 – Pflichtwandelanleihen Anlagefonds und ETFs⁹⁹

⁹⁸ Eigene Darstellung, Daten Factsheets und Prospekte der Emittenten

⁹⁹ Eigene Darstellung, Daten Factsheets und Prospekte der Emittenten

8. Hybridanleihen Schweizer Emittenten im Fokus

Am Markt für Hybridkapital bewegen sich vorwiegend international ausgerichtete (Gross-) Unternehmen. Dies ist unter anderem auf den Umstand erhöhter Anforderungen seitens der Aufsichtsbehörden wie auch der gewichtigen US-Ratingagenturen zurückzuführen.

8.1. Hybridanleihen von Industrieunternehmen

Unter klassischen Hybridanleihen werden nachrangige (häufig im Rang Junior Subordinated) Unternehmensanleihen aus dem Nicht-Finanzbereich verstanden. Sie verfügen in der Regel über Covenants wie Coupon Step-ups oder ausserordentliche Rückzahlungsmöglichkeiten, nicht jedoch über Elemente wie Write-offs bei Unterschreiten einer gewissen Eigenkapitalgrenze, wie es bei Banken oder Versicherern üblich ist.

In untenstehender Tabelle werden wesentliche Eigenschaften von zwei Hybriden nichtfinanzieller Unternehmungen dargestellt. Bei beiden Hybriden gibt es durch die verhältnismässig hohen Coupon Step-ups einen hohen Anreiz für das Management, die Hybriden beim erstmöglichen Call-Datum zurückzuzahlen. Aryzta verzichtete beispielsweise bei der zweiten Hybrid-Emission per 28. Oktober 2014 auf solch starke Rückzahlungsanreize. Die neue Schweizer Franken Hybridanleihe mit einem Coupon von 3.5 % und einem Emissionsvolumen von CHF 190 Mio. weist nur noch einen Coupon Step-up/down von 100bp bei einer Herauf- respektive Herabstufung durch ein Rating auf.

Hybridanleihen	Valora Perpetual	Aryzta Perpetual
Emissionsvolumen	CHF 120 Mio.	CHF 400 Mio.
Emissionsdatum	30.04.2013	30.04.2013
Laufzeit	max. 29.04.2049	max. 29.04.2049
Call-Möglichkeiten	30.10.2018 zu 100%, danach jährlich zum 30.10. callable	25.04.2018 zu 100%, danach vierteljährlich callable per 25.04./25.07./25.10./25.01.
Coupon	4.0 % p.a. bis 30.10.2018, danach fünfjährige CHF Mid-Swap Rate +3.486% p.a. + 5.0% = 8.486 %	4.0 % p.a. bis 25.04.2018, danach dreimonatige CHF Mid-Swap Rate + 6.045 % p.a.
Zinsfälligkeit	Keine allgemeine Zahlungsverpflichtungen, ausser bei Dividendenausschüttung, Zahlungen zu Gunsten nachrangiger Wertrechte, Rückzahlung der Hybridanleihe oder Konkurs	Keine allgemeine Zahlungsverpflichtungen, ausser bei Dividendenausschüttung, Zahlungen zu Gunsten nachrangiger Wertrechte, Rückzahlung der Hybridanleihe oder Konkurs
Zinsvortrag	Nicht gezahlte Zinsen werden vorgetragen (kein Zinseszins)	Nicht gezahlte Zinsen werden vorgetragen (kein Zinseszins)

	Der Zinsvortrag wird bei Eintritt der oben ausgeführten Ereignisse zur Zahlung fällig	Der Zinsvortrag wird bei Eintritt der oben ausgeführten Ereignisse zur Zahlung fällig
Ausserordentliche Rückzahlung oder Write-off	Recht zur ausserordentlichen Rückzahlung bei Accounting Event, Tax Event oder Change of Control (CoC)	Recht zur ausserordentlichen Rückzahlung bei Accounting Event, Tax Event oder Change of Control (CoC)
Rating	kein offizielles Rating per 14.12.2016	kein offizielles Rating per 14.12.2016

Tabelle 13 – Hybridanleihen Schweiz im Vergleich¹⁰⁰

Weitere Hybridanleihen von Industrieunternehmen in Schweizer Franken wurden von den Versorgern RWE und von Alpiq emittiert. Erstere wurde am 28. Juni 2012 im Umfang von CHF 150 Mio. mit einem Coupon von 5.0 % und erstmaliger Rückzahlungsmöglichkeit per 26. Juni 2017 mit einer maximalen Laufzeit von 60 Jahren erfolgreich herausgegeben. Ein wesentlicher Covenant ist die mögliche Aussetzung von Zinszahlungen, sofern bei RWE keine Dividenden an Aktionäre ausbezahlt und keine Aktien zurückgekauft werden. Details wie die allfällige Zusammensetzung der laufenden Verzinsung nach dem 26. Juni 2017 können den Emissionsprospekten entnommen werden.

Aufgrund des aus Emittentensicht sehr attraktiven Tiefzinsumfeldes platzierte RWE am 14. April 2015 erfolgreich eine weitere Hybridanleihe über EUR 1.25 Mia. Die Anleihe, die in zwei Tranchen platziert wurde, hat eine Laufzeit von 60 Jahren. Die erste Tranche mit einem Coupon von 2.75 % kann von RWE nach fünfzehn Jahren gekündigt werden, die zweite Tranche mit einem Coupon von 3.5 % nach zehn Jahren. Im Vergleich zur Emission von 2012 ist ersichtlich, dass sich der Yield-to-Next-Call des nach wie vor BBB (Standard & Poor's) bzw. Baa3 (Moody's) gerateten Papiers bei Adjustierung des EUR/CHF-Zinsniveaus mehr als halbiert hat. Für Investoren bedeutet dies, dass ähnlich hohen Ausfallrisiken deutlich weniger Erträge gegenüberstehen.

Die Hybridanleihe von Alpiq wurde am 15. Mai 2013 im Umfang von CHF 650 Mio. erfolgreich emittiert. Auch sie weist einen Coupon von 5.0 % auf und konnte frühestens nach fünfzehn Jahren, am 15. November 2018, seitens des Herausgebers gekündigt werden.

Die oben erwähnten Hybridpapiere werden sowohl von internationalen Accounting-Standards wie IFRS als auch von bekannten Ratingagenturen als Residualkapital anerkannt. Da sowohl RWE als auch Alpiq als Energieversorger ein überaus kapitalintensives Geschäft betreiben und die Verschuldungskapazitäten mit klassischem Fremdkapital weitgehend erschöpft waren, wurde die Herausgabe der beiden Anleihen im Sinne eines Verwässerungsschutzes der Aktionäre mehrheitlich begrüsst.

8.2. Pflichtwandelanleihen von Banken

Vorweg kann gesagt werden, dass die zwei Grossbanken Credit Suisse und UBS zu den Topdrei-Emittenten im CoCo Markt gehören. Die Credit Suisse nahm zwischen 2009 und 2015 Pflichtwandelanleihen im Umfang von USD 19.3 Mia. auf und belegte damit Anfang 2016 den ersten Platz. Die UBS belegt mit USD 18.5 Mia. an emittierten CoCos weltweit den dritten Platz.

¹⁰⁰ Eigene Darstellung, Daten Emissionsprospekt und Bloomberg

Nach einer längeren Abstinenz von CoCo-Emissionen belebte im März 2016 die UBS den Markt mit einer Neuemission über USD 1.5 Mia. und löste damit die Credit Suisse auf dem ersten Platz ab. Medienartikeln zufolge lag die Nachfrage bei USD 7.8 Mia.¹⁰¹ Die Credit Suisse wiederum führte via Special Purpose Vehicle (SPI) im Mai 2016 eine Insurance-linked-Securities (ILS)-Transaktion namens Operational Re im Rahmen von CHF 700 Mio. durch. Ziel war es, operative Verluste, die den Betrag von CHF 3.5 Mia. übersteigen, an institutionelle Investoren auszulagern.

Nachstehend werden einige in Schweizer Franken emittierte Hybriden von Schweizer Banken genauer spezifiziert:

Hybridanleihen	Zürcher Kantonalbank AT1	Glarner Kantonalbank AT1
Emissionsvolumen	CHF 590 Mio.	CHF 70 Mio.
Emissionsdatum	31.01.2012	27.11.2012
Laufzeit	Theoretisch ewig.	Theoretisch ewig.
Call-Möglichkeiten	30.06.2017 zu 100 % durch Emittenten mit Zustimmung FINMA, danach jährlich zum 30.06. callable.	19.03.2018 zu 100 % durch Emittenten mit Zustimmung FINMA, danach jährlich zum 19.03. callable.
Coupon	3.5 % p.a. bis 30.06.2017, entspricht fünfjähriger CHF Mid-Swap Rate +2.98 % p.a., ab 01.07.2017 alle fünf Jahre Reset zu denselben Konditionen.	3.5 % p.a. bis 19.03.2018, entspricht fünfjähriger CHF Mid-Swap Rate +3.17 % p.a., danach alle fünf Jahre Reset zu denselben Konditionen.
Zinsfälligkeit	Es besteht für den Anleger die Gefahr, dass Zinszahlungen nicht geleistet werden. So kann die FINMA die Zinszahlung aussetzen, wenn die EK-Quote der ZKB im Jahr 2016 unter 13.6 % fallen würde. Dabei würden auch Auszahlungen an Kanton und Gemeinde eingefroren werden.	Es besteht für den Anleger die Gefahr, dass Zinszahlungen nicht geleistet werden. So kann die FINMA die Zinszahlung aussetzen. Dabei würden auch Auszahlungen an Kanton und Gemeinde eingefroren werden.
Zinsvortrag	Nicht geleistete Zinszahlungen werden in den Folgeperioden nicht nachgeholt. Wird eine Zinszahlung nicht geleistet, wird auch keine Ausschüttung an Kanton und Gemeinden vorgenommen.	Nicht geleistete Zinszahlungen werden in den Folgeperioden nicht nachgeholt. Wird eine Zinszahlung nicht geleistet, wird auch keine Ausschüttung an Kanton und Gemeinden vorgenommen.
Ausserordentliche Rückzahlung oder Write-off	Forderungsverzicht (Write-down) von 25 % bis 99.9 % bei Unterschreitung der Kernkapitalquote CET1 von 7 % . oder bei Feststellung einer drohenden Insolvenz durch die FINMA. Dies entspricht einem Jahresverlust von ca. CHF 3.5 Mia.	Forderungsverzicht (Write-down) bei Unterschreitung der Kernkapitalquote CET1 von 5.125 % oder bei Feststellung einer drohenden Insolvenz durch die FINMA.
Rating	Kein offizielles Rating per 14.12.2016	Kein offizielles Rating per 14.12.2016

Tabelle 14 – Banken Pflichtwandelanleihen Schweiz im Vergleich (1)¹⁰²

¹⁰¹ Hegglin, Monica (2016): «UBS: Coco Comeback», Finanz und Wirtschaft vom 14. März 2016, S. 1ff.

¹⁰² Eigene Darstellung, Daten Emissionsprospekt und Bloomberg

Am Beispiel der Additional Tier 1 Contingent Convertibles der Glarner Kantonalbank mit einer Emissionsgrösse von CHF 70 Mio. lässt sich gut aufzeigen, wie illiquid kotierte Hybride sein können. In einer zufällig ausgewählten fünfmonatigen Beobachtungsperiode vom 25. Oktober 2013 bis 25. März 2014 wurde im Median ein tägliches Handelsvolumen von CHF 50'000 erzielt. Das Minimum lag dabei bei an drei aufeinanderfolgenden Handelstagen bei CHF 0, das Maximum bei CHF 580'000. In einer zweiten zufällig ausgewählten Periode zwischen dem 29. August 2016 und dem 25. November 2016 lag der tägliche Median-Umsatz bei CHF 0 an der SIX. Der Mittelwert betrug CHF 24'500 in einer Spanne von CHF 0 - 155'000 (vgl. Abbildung 33).

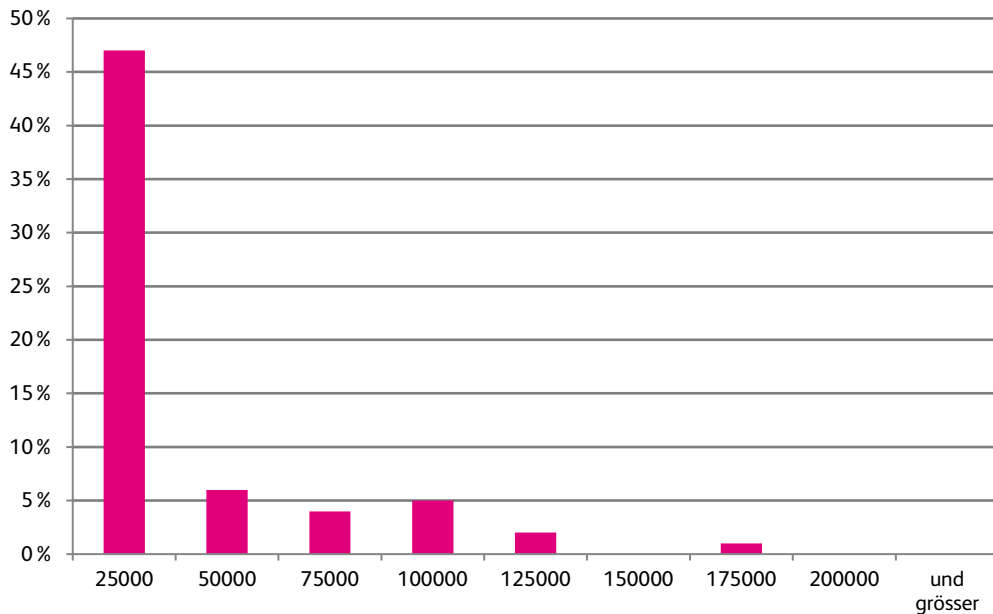


Abbildung 33 – Handelsvolumen Glarner Kantonalbank AT1 Contingent Convertible¹⁰³

Untenstehend werden die Eigenschaften der in Schweizer Franken begebenen Tier 1 Contingent Convertibles der Credit Suisse sowie der Bank Julius Bär abgebildet:

Hybridanleihen	Credit Suisse AT1	Julius Bär AT1
Emissionsvolumen	CHF 250 Mio.	CHF 250 Mio.
Emissionsdatum	04.09.2013	11.09.2012
Call-Möglichkeiten	04.09.2018 zu 100% durch Emittenten mit Zustimmung FINMA, danach jährlich zum 04.09.	19.03.2018 zu 100% durch Emittenten mit Zustimmung FINMA, danach jährlich zum 19.03.
Laufzeit	theoretisch ewig.	theoretisch ewig.
Coupon	6.0 % p.a. bis 04.09.2018, ab 01.07.2017 alle fünf Jahre Reset zu 6m CHF Mid-Swap Rate +5.203 % p.a.	5.375 % p.a. bis 19.03.2018, entspricht CHF Mid-Swap Rate +4.98 % p.a., danach alle fünf Jahre Reset zu denselben Konditionen

¹⁰³ Eigene Darstellung, Daten SIX

Zinsfälligkeit	Es besteht für den Anleger die Gefahr, dass Zinszahlungen nicht geleistet werden. So kann die FINMA beispielsweise die Zinszahlung aussetzen.	Es besteht für den Anleger die Gefahr, dass Zinszahlungen nicht geleistet werden. So kann die FINMA die Zinszahlung aussetzen.
Zinsvortrag	Nicht geleistete Zinszahlungen werden in den Folgeperioden nicht nachgeholt.	Nicht geleistete Zinszahlungen werden in den Folgeperioden nicht nachgeholt.
Ausserordentliche Rückzahlung oder Write-off	Forderungsverzicht (Write-down) bei Unterschreitung der Kernkapitalquote CET1 von 5.125% oder bei Feststellung einer drohenden Insolvenz durch die FINMA.	Forderungsverzicht (Write-down) bei Unterschreitung der Kernkapitalquote CET1 von 5.125% oder bei Feststellung einer drohenden Insolvenz durch die FINMA.
Rating	Fitch: BB, Scope: BBB- per 14.12.2016	kein offizielles Rating per 14.12.2016

Tabelle 15 – Banken Pflichtwandelanleihen Schweiz im Vergleich (2)¹⁰⁴

Der mit einem 6 %-Coupon ausgestattete AT1 CoCo in CHF der Credit Suisse wird mit einem Emissionsvolumen von CHF 250 Mio. reger gehandelt als die CHF 70 Mio.-Emission der Glarner Kantonalbank. In der Zeit vom 15. November 2013 bis 15. April 2014 betrug das tägliche Median-Handelsvolumen CHF 530'000. An Spitzentagen wie dem 27. Januar 2014 wurden CHF 5'425'000 oder fast 2.2% des gesamten Emissionsvolumens an der SIX umgesetzt. In einer zweiten zufällig ausgewählten Periode zwischen dem 29. August 2016 und dem 25. November 2016 lag der tägliche Median-Umsatz bei CHF 240'000. Der Mittelwert betrug ähnlich hohe CHF 486'000 in einer Spanne von CHF 0 - 4'585'000 (vgl. folgende Grafik):

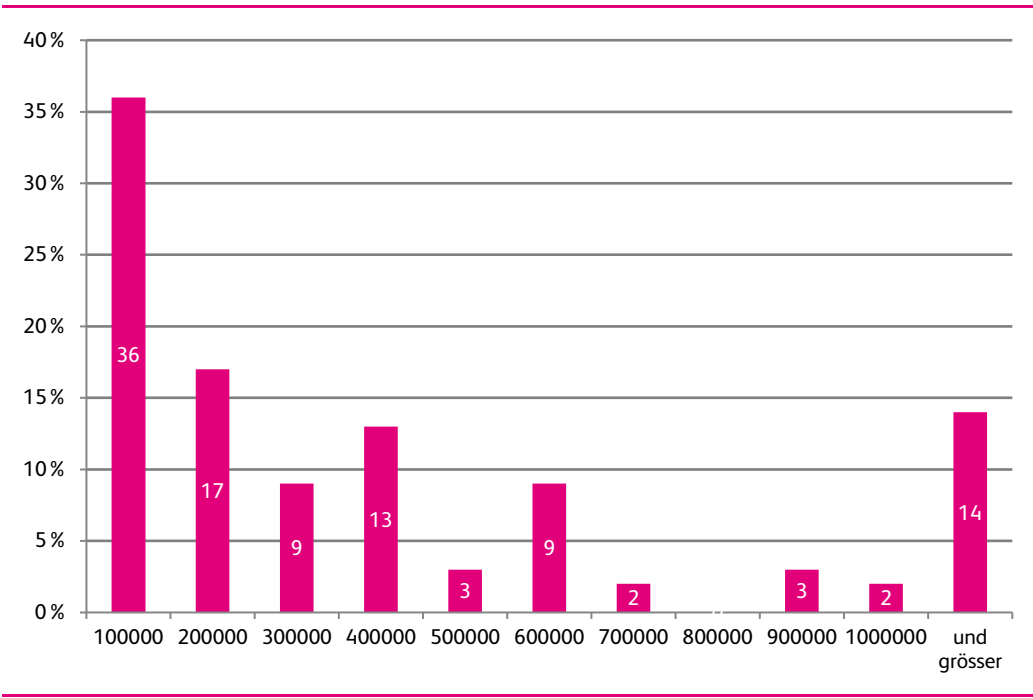


Abbildung 34 – Handelsvolumen Credit Suisse AT1 Contingent Convertible¹⁰⁵

¹⁰⁴ Eigene Darstellung, Daten Emissionsprospekt und Bloomberg

¹⁰⁵ Eigene Darstellung, Daten SIX

«Schweizerfranken-CoCos mit täglichen Median-Handelsvolumen zwischen CHF 0 und CHF 240'000 müssten eine Zusatzprämie für Illiquidität abwerfen.»

Nachfolgend werden die Eigenschaften eines in Schweizer Franken begebenen AT1 Contingent Convertibles der Raiffeisen Schweiz sowie eines von der Valiant Bank AG herausgegebenen Tier 2 Contingent Convertibles abgebildet:

Hybridanleihen	Raiffeisen Schweiz AT1	Valiant Tier 2
Emissionsvolumen	CHF 600 Mio.	CHF 150 Mio.
Emissionsdatum	02.04.2015	20.03.2013
Laufzeit	theoretisch ewig	24.04.2023
Call-Möglichkeiten	02.10.2020 zu 100 % durch Emittenten mit Zustimmung FINMA, danach jährlich zum 02.10.	24.04.2018 zu 100 % durch Emittenten mit Zustimmung FINMA, sonst bei Tax oder regulatorischem Event
Coupon	3.0 % p.a. bis 02.10.2020, danach alle fünf Jahre Reset zu fünfjähriger CHF Mid-Swap Rate (mindestens 0 %) +3.0 % p.a.	4.0 % p.a. bis 24.04.2018, danach alle fünf Jahre Reset zu CHF Mid-Swap Rate +3.5525 % p.a.
Zinsfälligkeit	Zinszahlungen erfolgen nur, wenn ausschüttbare Reserven zur Verfügung stehen. Falls es die finanzielle Situation erfordert, kann auf die Zinszahlung ganz oder teilweise verzichtet werden. Erfolgt in einem bestimmten Jahr keine Zinszahlung, wird weder eine Verzinsung der Genossenschaftsanteile noch andere Ausschüttungen des Ertrages an ihre Genossenschafter vorgenommen.	Zinszahlungen können bei Tier 2 Pflichtwandelanleihen i.d.R. nicht ausgesetzt werden, dies ist auch hier der Fall.
Verlust-Absorption	Vollständiger oder teilweiser Forderungsverzicht (Write-down) bei Unterschreitung der Kern-Kapitalquote CET1 von 7.0 % oder bei Feststellung einer drohenden Insolvenz durch die FINMA.	100 % Forderungsverzicht (Write-down) bei PoNV-Event oder bei Feststellung einer drohenden Insolvenz durch die FINMA.
Rating	Moody's: Baa3 per 14.12.2016	kein offizielles Rating per 14.12.2016

Tabelle 16 – Banken Pflichtwandelanleihen Schweiz im Vergleich (3)¹⁰⁶

¹⁰⁶ Eigene Darstellung, Daten Emissionsprospekt und Bloomberg

Die oben dargestellten Additional Tier 1 und Tier 2 Pflichtwandelanleihen sind exemplarischer Natur. Im Schweizer CoCo Markt wurden seit 2014 noch weitere CoCos von Schweizer Banken herausgegeben. Die Mehrheit davon weist einen Write-down-Verlustabsorptionsmechanismus sowie entweder einen CET1 Low-Trigger von 5.125 % oder einen CET1 High-Trigger von 7.0 % auf.

8.3. Hybridanleihen von Versicherungen

Spätestens seit der Unterzeichnung des Memorandum of Understanding (MoU) zur optimalen Beaufsichtigung von international tätigen Schweizer Versicherungen¹⁰⁷ im Jahr 2012 zwischen der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) und der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) sehen sich Schweizer Versicherer mit dem Projekt Solvency II konfrontiert. Mit den neuen Rahmenrichtlinien passt die EU das den risikobasierten Prinzipien folgende Eigenkapitalsystem für europäische Versicherungsunternehmen den aktuellen Anforderungen eines veränderten Risikoumfeldes an. Die Solvabilität wird ermittelt, indem die vom Versicherer eingegangenen Risiken mit seinem Risikokapital in Beziehung gesetzt werden. In der Schweiz wird mit dem Swiss-Solvency-Test (SST) das gleiche Ziel verfolgt. Solvency II ist seit dem 1. Januar 2016 aktiv.

Kern der Änderungen bezüglich der Kapitalanlage ist es, die anrechenbaren Eigenmittel zu jedem Zeitpunkt höher zu halten als das kalkulierte Risiko und dadurch Versicherungsnehmer durch wirksame Solvabilitätsvorschriften künftig besser zu schützen. Die Folge hiervon wird voraussichtlich primär bei Kapitalanlagen eine Einschränkung der Versicherer in ihrer Handlungsfähigkeit sein. Denn je nach Assetklasse und Rating-Einschätzung bei Anleihen werden unterschiedliche Faktoren (vgl. mittlere Spalte der nachstehenden Grafik: Faktor QIS 5) bzw. Eigenkapitalsätze (vgl. rechte Spalte der nachstehenden Grafik: Eigenmittelanforderungen QIS 5) erforderlich sein. Staatsanleihen aus Europa dürften von dieser Auslegung profitieren. Ob die gleichwertige Hinterlegung einer griechischen Staatsanleihe wie die einer deutschen Staatsanleihe mit Eigenkapital ökonomisch Sinn macht, wird aufgrund der stark unterschiedlichen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und den am Markt beobachtbaren Kreditaufschlägen entlang der Zinsstrukturkurve erheblich bezweifelt. Verlierer werden Assetklassen wie Listed Private Equity im Sinne der Klassifizierung «other Equities» sein, wo 40 % des Anlagebestandes in Eigenkapital hinterlegt sein muss. Auch die undifferenzierte Handhabung der Assetklasse Immobilien gab zu reden. Bei Betrachtung der oben genannten Beispiele wird verständlich, dass Zweifel an der Sachgerechtigkeit dieser neuen Regelung aufkommen. Denn die fremdbestimmte oder zumindest stark beeinflusste Asset Allocation kann zu Wettbewerbsverzerrungen bei dem unterstellten Versicherer führen. Hinzu kommt, dass im sogenannten Standardmodell Assetklassen nur nach ihrer relativen Vorteilhaftigkeit gewichtet werden. An einen internen Ansatz eines Versicherers, der eine kapitaleffiziente Asset-Allocation erbringen möchte, werden hohe regulatorische Ansprüche gestellt.

Corporate Bonds	Faktor QIS 5	Eigenmittel QIS 5
AAA	0.90 %	4.05 %
AA	1.10 %	4.95 %
A	1.40 %	6.30 %
BBB	2.50 %	11.25 %
BB	4.50 %	20.25 %

¹⁰⁷ FINMA (2012): «FINMA und EIOPA unterzeichnen ein Memorandum of Understanding», Medienmitteilung vom 21. September 2012, URL: <https://www.finma.ch/de/news/2012/09/mm-mou-finma-eiopa-20120921/> [17.03.2017], S. 1

B oder niedriger	7.50 %	33.75 %
Ohne Rating	3.00 %	13.50 %
Senior Financial (AA)	1.10 %	4.95 %
Covered Bonds (AAA)	0.60 %	2.70 %
Bundesanleihen	0.00 %	0.00 %
Griechische Anleihen	0.00 %	0.00 %
Globale Aktien		30.00 %
Immobilien		25.00 %

Tabelle 17 – Eigenmittelanforderungen nach Assetklassen und Rating für Versicherungen¹⁰⁸

Interessenskonflikte zwischen Regulator, Versicherern und Investoren liegen in der Natur der Sache. Während der Regulator primär die Systemstabilität und den Investorenschutz in den Vordergrund stellt, verfolgen die Unternehmen eine möglichst hohe Flexibilität und eine weitgehend intakte Autonomie. Investoren wiederum möchten einen möglichst hohen Ertrag bei einem ausgeprägt hohen Investorenschutz. Hall (2015)¹⁰⁹ stellte die Präferenzen und Interessen der Parteien schematisch wie folgt dar:

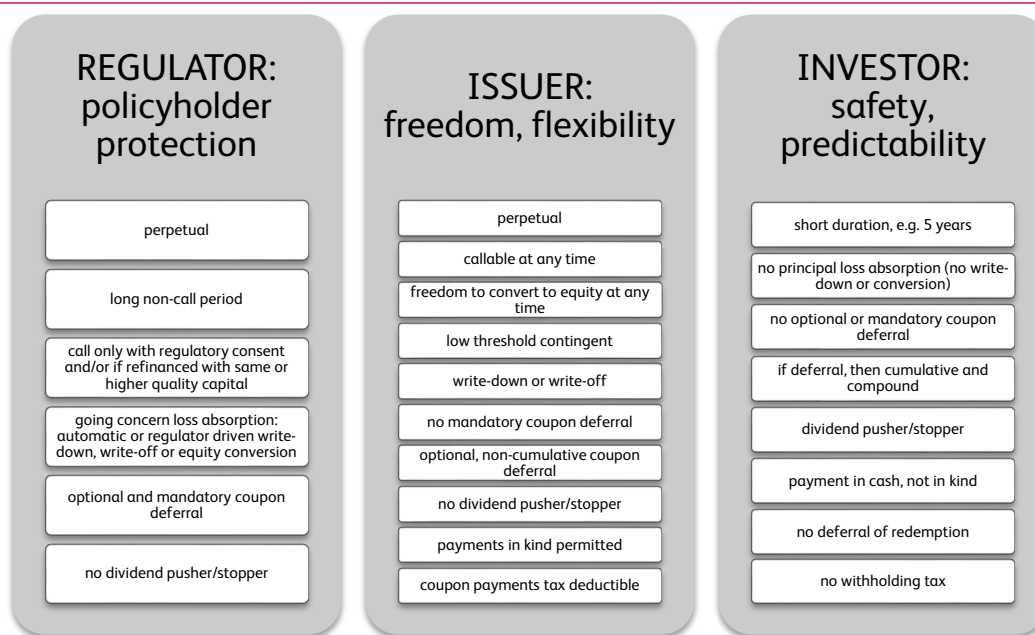


Abbildung 35 – Präferenzen Hybridkapital: Regulator, Emittent und Investor¹¹⁰

¹⁰⁸ Union Investment (2011): «Solvency II - Auswirkungen auf Kapitalanlagepolitik und Risikomanagement von Versicherungsunternehmen», Edition Risikomanagement 4.2, S. 7

¹⁰⁹ Hall, Anna (2015): «Subordinated Insurance Bonds: structure and innovation», in Anlehnung an die Twelve Capital Study of the European subordinated insurance bond universe, Twelve Capital Insurance Investment Forum Workshop, Rüschiikon, 16 April 2015, S. 7

¹¹⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Hall, Anna (2015): «Subordinated Insurance Bonds: structure and innovation», in Anlehnung an die Twelve Capital Study of the European subordinated insurance bond universe, Twelve Capital Insurance Investment Forum Workshop, Rüschiikon, 16 April 2015, S. 7

Des Weiteren zeigte Hall (2015) auf, wie stark in Europa die Heterogenität der verlustabsorbierenden Anleihen nach Ländern bis heute ist. Als Haupteinflussfaktor für die Ausgestaltung der Hybridanleihen von Versicherungen wurde der nationale Regulator identifiziert.

Aufgrund des steigenden Renditedrucks bei institutionellen Anlegern im aktuellen Niedrigzinsumfeld sowie den bisher tiefen Ausfallraten von Versicherern weltweit ist davon auszugehen, dass die Kreditrisikoprämien von kotierten nachrangigen Versicherungsanleihen gegenüber anderen Branchen tendenziell zurückkommen werden. Nichtkotierte Versicherer, die sich aufgrund der 2016 in Kraft getretenen Solvency-II-Regeln noch weitere Kapitalpolster aufbauen müssen, werden aufgrund ihrer schwierigeren Ausgangslage weiterhin relativ hohe Fremdkapitalkosten in Kauf nehmen müssen. Kreditrisikoprämien von über 450 Basispunkten sind aufgrund der schmal aufgestellten Geschäftsfelder (Klumpenrisiken) sowie des limitierten Marktzuganges keine Seltenheit.

Schweizer Versicherer mit internationaler Ausrichtung wie Swiss Life sahen sich im Rahmen obiger Regulierungsbewegungen gezwungen, ihr Eigenkapital zu stärken. So emittierte der Versicherer am 12. Oktober 2012 zur Verbesserung der Kapitalstruktur sowie der Bedienung ausstehender nachrangiger Anleihen eine Hybridanleihe ohne Verfall mit einem Coupon von 5.5 % im Umfang von CHF 300 Mio. Erstmals kündbar war die Anleihe per 22. August 2018. Bereits am 11. April 2011 wurde im Umfang von CHF 500 Mio. ein Perpetual mit Coupon von 5.25 % und einer Non-Call-Periode von fünfeneinhalb Jahren herausgegeben. Für beide Anleihen herrschte in der Tiefzinsphase eine hohe Nachfrage.

Im Rahmen der regulatorischen Erfordernisse enthalten nach der Finanzkrise herausgegebene Perpetuals eine fünfeneinhalbjährige Non-Call-Phase. Da viele Papiere ab 2010 zur Stärkung der Solvabilität emittiert wurden, begann 2016 an den internationalen Hybridmärkten eine interessante Phase. In der Mehrheit waren die Kreditrisikoprämien von Schuldern im Jahr 2016 deutlich geringer als zum Zeitpunkt der Emission. Je nach Ausstattung der Coupon-Konditionen, welche in der Regel einen variablen Referenzzinssatz plus Kreditrisikoprämie des Emittenten nach der First-Call Phase vorsieht, macht es im aktuellen Tiefzinsumfeld im Hinblick auf Refinanzierungskosten des Emittenten durchaus Sinn, Hybride nicht auf den erstmöglichen Zeitpunkt zurückzuzahlen.

In der Praxis konnte jedoch beispielsweise am 26. Mai 2016 beobachtet werden, dass eine 2011 über USD 700 Mio. lancierte ewig laufende 4.25 %-Nachranganleihe der Zurich Insurance Group aus Überlegungen der Investorenpflege ersetzt wurde. Diese hätte nämlich auf variabler Zinsbasis (dreimonatiger Libor) mit einem Kreditrisikoprämienaufschlag von 3.05 % angepasst werden können, was einem effektiven Zins am 26. Mai 2016 von 2.3 % (-0.73 % plus 3.05 %) entsprochen hätte. Doch der Versicherer entschied sich, eine neue Nachranganleihe über EUR 750 Mio. mit einem Coupon von 3.5 % und einer Laufzeit bis 2046 auszugeben, was am besagten Tag einer Kreditrisikoprämie von etwa 320 Basispunkten entsprach. Zurich Insurance Group begründet die zwei Transaktionen damit, dass der Anlegernachfrage im Sinne der besseren Planbarkeit bestmöglich entsprochen wurde. Mit der Aufstockung nachrangiger Papiere seit Anfang 2016 von USD 5.6 Mia. auf USD 6.9 Mia. (+23.2 %) wird das derzeit sehr gute AA Rating gestärkt, da das Hybridkapital als erweitertes Risikokapital in die Solvenzwertung der Aufsichtsbehörden massgeblich einbezogen wird.

Anders verhielt es sich beispielsweise beim am 6. Juni 2012 aufgelegten 6.5 % Perpetual von BNP Paribas über USD 600 Mio. Dieser hätte am 6. Juni 2016 erstmals durch die von Moody's mit A1 geratete Bank gecalled werden können. Doch dazu gab es keine Notwendigkeit, da die im Emissionsprospekt als «Undated Deeply Subordinated Non-Cumulative Notes» umschriebenen Papiere als Tier 1 Kapital mit der bestehenden Nominalwertabschreibungsklausel anerkannt bleiben und sich der vierteljährlich ausbezahlte Coupon von 6.5 % nicht verändert. Unter Verlust der Tier 1 Anerkennung sicherte sich der Emittent im Emissionsprospekt jedoch das Recht des umgehenden Calls.

Viele Finanzinstitute gaben jedoch im Jahr 2016 analog zu der Zurich Insurance Group Rückkaufsangebote für ausstehende Anleihen verschiedener Besicherungsstufen ab, da die Marktbedingungen günstigere Refinanzierungen zuließen.

«Ab 2016 wurde die Mehrzahl der «alten Hybride» seitens der Emittenten recalled; sei dies aufgrund der Anlegernachfrage im Sinne einer verbesserten Planbarkeit der Maturitätsprofile oder schlicht deshalb, weil die Refinanzierung des nachrangigen Kapitals günstig ausgefallen ist.»

8.4. Hybridanleihen von Rückversicherungen

Der als innovativ bekannte Rückversicherer Swiss Re gab im September 2013 einen nachrangigen Contingent Write-off Bond im Umfang von CHF 175 Mio. aus, da er zur Einhaltung der Solvabilitätsvorschriften gemäss Swiss-Solvency-Test (SST) als Rückversicherer unter Marktstressphasen über ein genügend hohes ökonomisches Kapital verfügen muss. Die Anleihe weist während der ersten fünfzehn Jahre nach Emission eine fixe Verzinsung von 7.5 % in Schweizer Franken auf. Ab dem 1. September 2020 setzt sich der Coupon aus der fünfjährigen Mid-Swap Rate in Schweizer Franken sowie einer Kreditrisikoprämie von 6.434 % zusammen. Der Contingent Write-off Bond kann in der variablen Coupon-Phase jeweils jährlich zum 1. September seitens des Emittenten zurückgezahlt werden, Endverfall ist der 1. September 2045.

Es liegt in der Natur des Geschäfts mit einem Rückversicherungs-CoCo, dass Rückversicherer wenig wahrscheinliche, dafür jedoch mit einem umso grösser zu erwartendem Schaden auftretende Risiken an Investoren gegen eine Prämie weitergeben können. Je nach Schadensgebiet, Eintrittswahrscheinlichkeit und erwartetem Schadensausmass betragen die Prämien im 21. Jahrhundert über lange Zeit zwischen sieben und 12 % p.a. und sind aus Investorensicht aufgrund der tiefen Korrelation zu anderen Assetklassen gerade im Portfoliokontext interessant. Im Rahmen der drastischen Zinssenkungsphase ab 2008 und dem Ausbleiben grösserer Schadensereignisse ab 2012 sind die Risikoprämien allmählich gesunken.

Das Schweizer Solvenztest (SST)- Ratio von Swiss Re lag bei der Emission des CoCos im Jahr 2013 bei rund 224 %¹¹¹, 2016 stand es bei 223 %¹¹². Laut FINMA (2016)¹¹³ legt der SST in Abhängigkeit mit den eingegangenen Risiken fest, «über wie viel ökonomisches Eigenkapital ein Versicherer mindestens verfügen» muss. Dabei werden für eine Laufzeit von einem Jahr marktnahe sowie risikobasiert bewertete Bilanzpositionen unter ungünstige Szenarien modelliert. Sollte das SST- Ratio unter 135 % fallen, wird der obige CoCo Bond im Sinne eines Trigger Events abgeschrieben (Write-off) und in ökonomisches Kapital umgewandelt.

Dem Emissionsprospekt¹¹⁴ ist zu entnehmen, dass der Hybride zusätzlich mit einem Cat-Trigger eines 1- in 200 Jahren auftretenden Atlantic Hurricane in einem US-Bundesstaat versehen wurde. Geografisch exkludiert wurden dabei Hawaii, Alaska, California, Oregon, Washington sowie Distrikte von Colombia, Puerto Rico und die Jungferninseln.

Konkret wird mit einem 1- in 200 Jahren auftretenden Atlantic Hurricane auf den historisch schadensstärksten «Great Miami Hurricane» aus dem Jahr 1926 verwiesen. Würde ein solcher Hurrikan erneut auftreten, würde dies nach Schätzungen der Swiss Re Schadenszahlungen in

¹¹¹ Swiss Re Capital Markets (2013): «What are Insurance Linked Securities (ILS), and Why Should they be Considered?», Cane Fall Meeting, 25.-26. September 2012, S.30

¹¹² Swiss Re (2016b): «Ratings overview and Solvency», Solvency: Swiss Solvency Test (SST), URL: <http://www.swissre.com/investors/ratings/> [17.12.2016], S.1f

¹¹³ FINMA (2014): «Der Schweizer Solvenztest», Faktenblatt vom 1. Oktober 2014, S. 1ff.

¹¹⁴ Swiss Re (2013): «Offering Memorandum», Emissionsprospekt, URL: http://media.swissre.com/documents/prospectus_20131003_Final_Offering_Memorandum.pdf [15.12.2016], S.1ff.

der Höhe von USD 74 Mia. innerhalb der Rückversicherungsindustrie auslösen. Dies wäre ein Äquivalent von 55 % des gesetzten Triggers. Mit der Verbindung obiger Eigenschaften gibt es faktisch eine Verschmelzung zwischen Hybriden und Insurance Linked Securities (ILS).

Die untenstehende Grafik zeigt den Einfluss einiger bis dato aufgetretenen Hurrikans auf das SST- Ratio der Swiss Re, der durch die Bezahlung versicherter Risiken (in Mia. USD) entsteht:

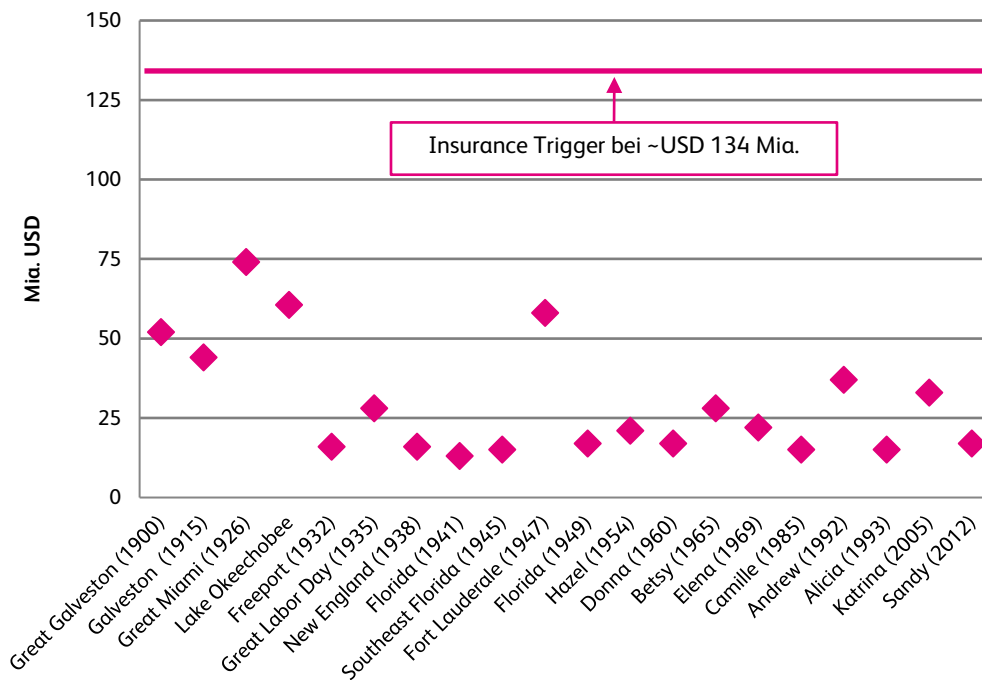


Abbildung 36 – Einfluss historischer Hurrikans auf das SST Ratio der Swiss Re¹¹⁵

Rückblickend kann zur Insurance-Linked-Securities (ILS)-Historie gesagt werden, dass der am 24. August 1992 über Florida gezogene Hurrikan Andrew Stein des Anstosses für die Erhöhung der Rückversicherungskapazitäten war. 1997 emittierte die Swiss Re den ersten Cat-Bond und gewann damit erstmals Investoren ausserhalb des Versicherungspools, welche gegen Erhalt einer Risikoprämie bereit waren, naturgebundene Katastrophenrisiken zu übernehmen. Seither wurden Katastrophenbonds im Gesamtwert von rund USD 50 Mia. erfolgreich emittiert.

Experten von Artemis (2016b)¹¹⁶ schätzten, dass der Markt für Katastrophenanleihen (Cat-Bonds) zusammen mit Versicherungsverbriefungen aller Art (Insurance-Linked-Securities, ILS) Ende 2016 auf rund USD 26 Mia. angewachsen sein würde. Untenstehend wird die Entwicklung des Marktvolumens von ausstehenden Katastrophenanleihen und Versicherungsverbriefungen abgebildet. US-Winde und US-Erdbeben sind die am stärksten vertretenen Versicherungsrisiken. Ersteres Versicherungsrisiko macht gemäss Hilti (2016)¹¹⁷ gegen 70 % des 2016 vorherrschenden ILS Marktes aus.

¹¹⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Swiss Re Capital Markets (2013): «What are Insurance Linked Securities (ILS), and Why Should they be Considered?», Cane Fall Meeting, 25.-26. September 2012, S. 33

¹¹⁶ Artemis (2016b): «Q3 2016 Catastrophe Bond & ILS Market Report»; Weather risk returns, private deals, market growth Q3 2016 Report, URL: http://www.artemis.bm/artemis_ils_market_reports/downloads/q3_2016_cat_bond_ils_market_report.pdf?utm_source=Article&utm_medium=Link&utm_content=Q32016Report&utm_campaign=Q32016Report [23.11.2016], S. 16

¹¹⁷ Hilti, Niklaus (2016): «Viele Cat-Bond-Fonds haben ein Klumpenrisiko», Interview Finanz und Wirtschaft, Publikation vom 11. Mai 2016, URL: <http://www.fuw.ch/article/viele-cat-bond-fonds-haben-ein-klumpenrisiko/> [22.12.2016], S. 1

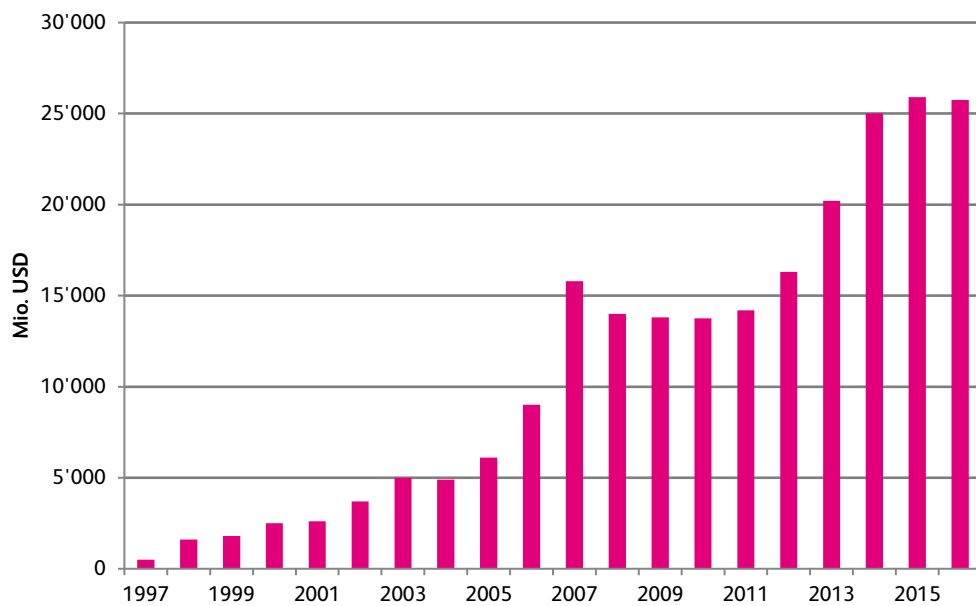


Abbildung 37 – Entwicklung Marktvolumen Katastrophenanleihen und ILS in Mio. USD¹¹⁸

Aus Investorensicht gibt es hauptsächlich folgende Gründe, in Hybridanleihen von Rückversicherern oder gar direkt in Cat-Bonds zu investieren:

- Unkorrelierte Assetklasse zu traditionellen Finanzmärkten
- Hohe risikoadjustierte Renditen (vgl. Total-Return-Chart unten)
- Verhältnismässig tiefe Volatilität gegenüber traditionellen Assetklassen
- Starke Kapitalbasis der grössten Emittenten der Rückversicherungsbranche

Die Total-Return-Entwicklung in USD des Cat-Bond-Indexes der Swiss Re sowie des breit gefassten MSCI-World-Net-Total-Return-Aktienindex ist unten in US-Dollar abgebildet. Dabei wird ersichtlich, dass der ILS-Sektor trotz immer wieder aufgetretener Naturkatastrophen, wie beim Hurrikan Katrina im August 2005, dem schweren Erdbeben und dem Tsunami in Japan 2011 oder dem Sturm Sandy im Oktober 2012, kaum Rückschläge von 10 % oder mehr verkraften musste. Aktieninvestoren hingegen mussten deutlich mehr Volatilität ertragen und wurden dafür renditetechnisch zusätzlich mit einer jährlichen Underperformance von 1.7 % auf Total-Return-Basis, gemessen in Schweizer Franken bedient. Die Total-Return-Berechnung bezieht sich auf die Periode vom 4. Januar 2002 bis 9. Dezember 2016 in Schweizer Franken.

Wertpapier	Total Return in CHF
Swiss Re Cat Bond Total Return Index	+97.9 %
MSCI World Index	+55.1 %

Tabelle 18 – Total Return Swiss Re Cat Bond TR Index vs. MSCI World Index¹¹⁹

¹¹⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Artemis (2016b): «Q3 2016 Catastrophe Bond & ILS Market Report»; Weather risk returns, private deals, market growth Q3 2016 Report, URL: http://www.artemis.bm/artemis_ils_market_reports/downloads/q3_2016_cat_bond_ils_market_report.pdf?utm_source=Article&utm_medium=Link&utm_content=Q32016Report&utm_campaign=Q32016Report [23.11.2016], S. 16

¹¹⁹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Aus Schweizer Investorensicht sieht die Wertentwicklung aufgrund des USD-Wertzerfalls von jährlich 2.5 % innerhalb der genannten fast 15-jährigen Periode weniger attraktiv aus.

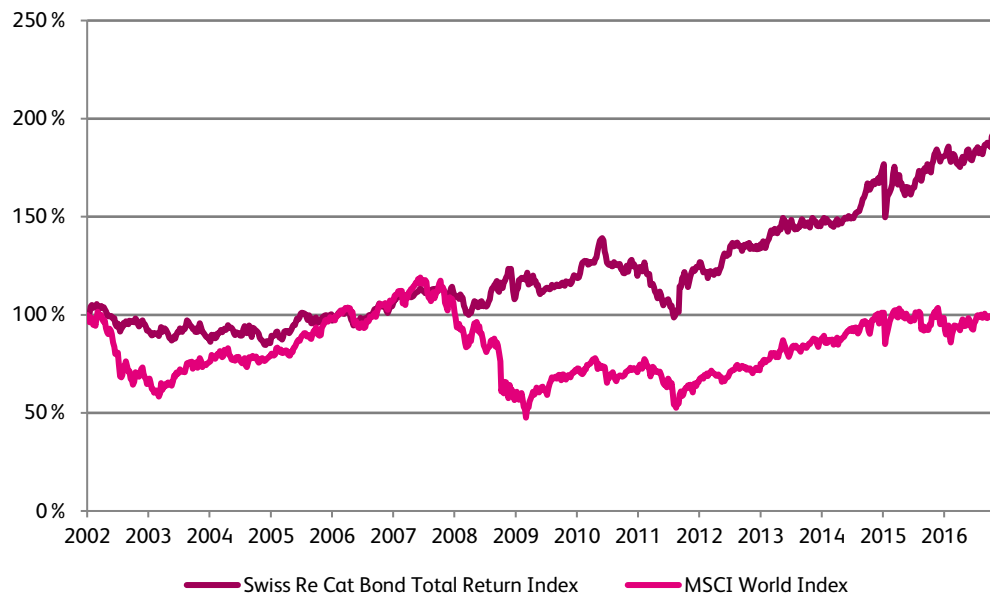


Abbildung 38 – Entwicklung Swiss Re Cat Bond Total Return Index vs. MSCI World Index¹²⁰

Im Rahmen der globalen Suche nach Renditen durch Investoren sind die Risikoprämien für Katastrophenanleihen kontinuierlich gesunken. Im direkten Vergleich mit gleich gerateten High-Yield Anleihen von US-Schuldern ist die relative Zusatzrisikoprämie auf ein Mehrjahrestief zurückgefallen, obwohl die modellierten erwarteten Verluste über die Jahre gar angestiegen und die Gesamtkosten des Erstversicherers rückläufig sind. ILS-Investoren waren bei einem seit rund einer Dekade beständigen erwarteten Verlust (Expected Loss, EL) von rund 2 % p.a. im Jahr 2016 bereit, eine gegenüber 2009 rund 45 % tiefere Entschädigung für die Abdeckung von Spitzenrisiken zu erhalten. Bei einer längerfristigen Betrachtung kann auf eine Publikation von PartnerRe (2015)¹²¹ sowie eine Publikation von Artemis (2016a)¹²² verwiesen werden, die aufzeigten, dass ILS-Spreads zwischen dem Jahr 2000 und 2016 eine bewegte Zeit erlebten. Die Spreads stiegen ab dem Jahr 2000 von rund 3 % auf einen ersten Peak von rund 8.5 % im Jahr 2006, sanken dann bis ins Jahr 2008 auf fast 4 % zurück, um danach 2009 auf das Allzeithöchst von fast 11 % zu steigen. Seitdem entwickelten sich die ILS-Spreads generell rückläufig.

¹²⁰ Eigene Darstellung; Daten Bloomberg

¹²¹ PartnerRe (2015): «The Drivers of Catastrophe Bond Pricing», Publikation im Oktober 2015, URL: <http://www.partnerre.com/assets/uploads/docs/Catastrophe-Bond-Pricing.pdf> [23.11.2016], S. 3

¹²² Artemis (2016a): «ILS market rate-on-line continues rise, but risk increases: Lane Financial», Average Secondary Market Yield Spreads and Average Expected Losses (as Issued), URL: <http://www.artemis.bm/blog/2016/07/07/ils-market-rate-on-line-continues-rise-but-risk-increases-lane-financial/> [17.12.2016], S.1.

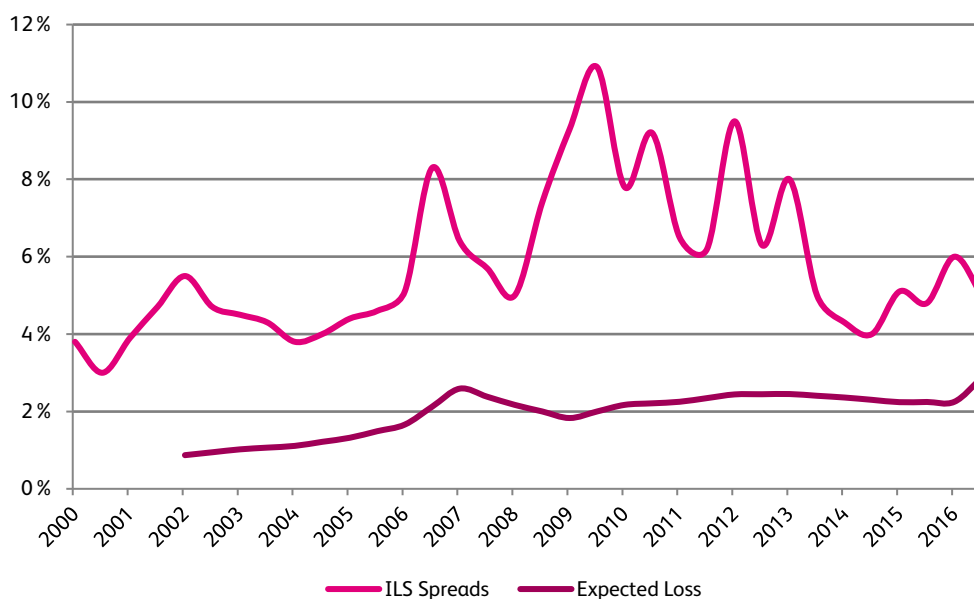


Abbildung 39 – Entwicklung ILS-Kreditrisikoprämien und erwarteter Verlust¹²³

Über die letzten zehn Jahre waren rund zwei Drittel der tatsächlich eingetretenen ökonomischen Verluste nicht versichert. Dies kann auch den Zahlen von Swiss Re für das Jahr 2015 sowie dem zehnjährigen Durchschnitt entnommen werden:

USD Milliarden	2015	zehnjähriger Durchschnitt
Total economic losses	92 Mia. USD	192 Mia. USD
Nat cat	80 Mia. USD	181 Mia. USD
Man-made	12 Mia. USD	12 Mia. USD
Total insured losses	37	62
Nat cat	28	55
Man-made	9	7

Tabelle 19 – Ökonomische Verluste durch Naturkatastrophen¹²⁴

Die Entwicklung der versicherten Katastrophenrisiken für die vergangenen zehn Jahre wird in untenstehender Grafik deutlich. Nach einem Peak von über USD 125 Mia. im Jahr 2011 waren katastrophenbezogene Verluste auf Jahresbasis zum vierten Mal in Folge rückläufig. 2016 kam

¹²³ Eigene schematische Darstellung in Anlehnung an PartnerRe (2015): «The Drivers of Catastrophe Bond Pricing», Publikation im Oktober 2015, URL: <http://www.partnerre.com/assets/uploads/docs/Catastrophe-Bond-Pricing.pdf> [23.11.2016], S. 4 und Artemis (2016a): «ILS market rate-on-line continues rise, but risk increases: Lane Financial», Average Secondary Market Yield Spreads and Average Expected Losses (as Issued), URL: <http://www.artemis.bm/blog/2016/07/07/ils-market-rate-on-line-continues-rise-but-risk-increases-lane-financial/> [17.12.2016], S.1.

¹²⁴ Swiss Re (2016a): «Total economic and insured losses in 2015 and 2014», Swiss Re Sigma Study Publikation vom 30. März 2016, URL: http://www.swissre.com/media/news_releases/Global_insured_losses_from_disasters_reach_USD_37_billion_in_2015.html [24.11.2016], S.1

es primär durch Überflutungen und Unwettern zu einem erneuten Anstieg der global versicherten Risiken (rund USD 52 Mia.). Der Durchschnitt der versicherten Risiken über die vergangenen zwölf Jahre lag bei rund USD 59 Mia.

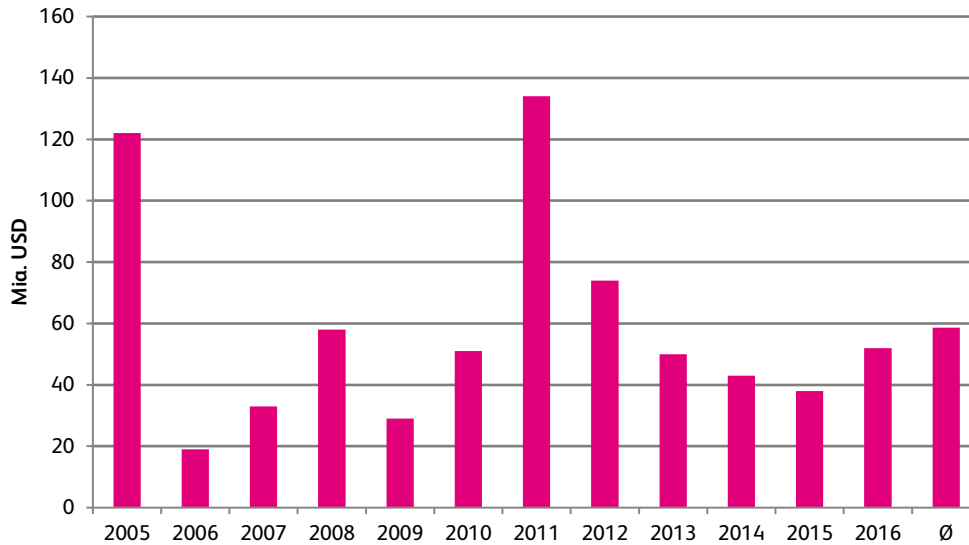


Abbildung 40 – Entwicklung global versicherter Katastrophenrisiken in Mia. USD¹²⁵

Bei der Betrachtung längerer Zeitreihen kann eine kräftige Entwicklung des Insurance-Linked-Securities (ILS) Marktes festgestellt werden. In den 1980er und 1990er Jahren wurden deutlich weniger Risiken versichert als im oben dargestellten zwölfjährigen Durchschnitt.

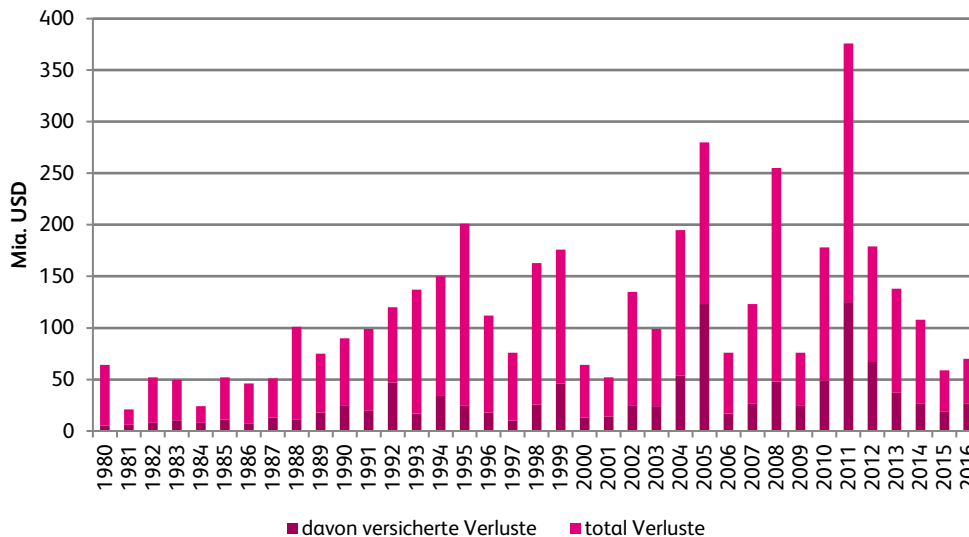


Abbildung 41 – Entwicklung global aufgetretener und versicherter Katastrophenrisiken in Mia. USD¹²⁶

¹²⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Aon Benfield (2016): «Reinsurance Market Outlook», Januar 2016 Ausgabe, URL: <http://thoughtleadership.aonbenfield.com/Documents/20160101-ab-analytics-reinsurance-market-outlook-january-2016.pdf> [24.11.2016], S.21

¹²⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Guy Carpenter and Company, LLC (2016): «Insured Versus Uninsured Loss», Publikation vom 3. März 2016, URL: <http://www.gccapitalideas.com/2016/03/03/insured-versus-uninsured>

Aufgrund des anhaltenden globalen Infrastrukturausbaus geht die Rückversicherungsbranche davon aus, dass die Versicherungsrate künftig ansteigen dürfte. Dies wird zu weiteren ILS-Emissionen sowie neuen alternativen Versicherungsprodukten und schlussendlich zu einer Ausdehnung des Marktes für Katastrophenversicherungen führen.

«Aufgrund des anhaltenden globalen Infrastrukturausbaus geht die Rückversicherungsbranche davon aus, dass die Versicherungsrate künftig ansteigen dürfte.»

Unter den oben genannten Gesichtspunkten sowie der historisch tiefen Korrelation der Rendite-/Risikoeigenschaften dieser Sub-Assetklasse mit den übrigen Finanzmarktentwicklungen sind hybride Anleihen insbesondere mit Katastrophen-Trigger-Covenants von Rückversicherungsgesellschaften eine interessante Fixed-Income-Ergänzung. Die verhältnismässig hohe Entschädigung der letzten Jahre darf jedoch nicht über die vorhandenen «low probability, high impact»-Risiken hinwegtäuschen. Im Gegenteil: In den letzten zehn Jahren waren die Versicherungsprämien für Naturkatastrophen und somit die Investorenentschädigung bei leicht ansteigenden erwarteten Verlusten rückläufig. Ebenso kommt der Liquidität eine wichtige Rolle zu. Hilti (2016)¹²⁷ beobachtete in der Vergangenheit, dass «im Normalfall der Markt liquid ist, im Katastrophenfall nicht».

Des Weiteren ist davon auszugehen, dass sich der Markt für weitere Risiken wie Cyber-Attacken (vgl. Hilti (2016)) oder dem bereits im Mai 2016 herausgegeben Cat-Bond der Credit Suisse für die Auslagerung von operativen Risiken öffnet. Darunter fallen laut Mayer (2016)¹²⁸ «Verluste oder Ausfälle, die Händler durch nicht autorisierte Transaktionen verursachen, die auf Programmfehler zurückzuführen sind oder in Zusammenhang mit Geschäftsunterbrüchen, IT-Ausfällen oder Cyberattacken stehen». Bisher folgten andere Banken dieser innovativen Auslagerungsform von Risiken nicht. Es bleibt abzuwarten, ob sich ein Markt für solche Katastrophenprodukte etablieren kann.

8.5. Performance Hybrid- und Pflichtwandelanleihen in Schweizer Franken

Untenstehend wurden einzelne in diesem Dokument thematisierte Hybridinstrumente in der Total-Return-Entwicklung für die spezifische Emissionsphase bis meist in das vierte Quartal 2016 tabellarisch und grafisch abgebildet. Da in dieser Phase gerade bei Banken auch Marktstress zu beobachten war, werden Sensitivitäten von hybriden Instrumenten gegenüber Aktien ersichtlich.

loss/print/ [24.11.2016], S. 1 und Munich Re (2016): «Loss review for the first half of 2016: Storms and earthquakes drive losses up», Pressemitteilung per 12.07.2016, URL: <https://www.munichre.com/en/media-relations/publications/press-releases/2016/2016-07-12-press-release/index.html> [17.12.2016], S. 1

¹²⁷ Hilti, Niklaus (2016): «Viele Cat-Bond-Fonds haben ein Klumpenrisiko», Interview Finanz und Wirtschaft, Publikation vom 11. Mai 2016, URL: <http://www.fuw.ch/article/viele-cat-bond-fonds-haben-ein-klumpenrisiko/> [22.12.2016], S.1

¹²⁸ Mayer, Robert (2016): «CS gibt Katastrophenanleihe heraus – für Fehler im eigenen Haus», Tages Anzeiger vom 17. Mai 2016, URL: <http://www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/unternehmen-und-konjunktur/credit-suisse-gibt-katastrophenanleihe-heraus-fuer-verfehlungen-im-eigenen-haus/story/24798529> [22.12.2016], S. 1ff.

Credit Suisse High-and-Low-Trigger Pflichtwandelanleihen in CHF

ISIN & Typ	CET1 Trigger Ratio	Wahrung	Coupon	Emissionsjahr & Maturitat	Emissionsvolumen in CHF
XS0595225318 / Tier 2	High-Trigger <7.0% or Viability Event	CHF	7.875%	2011 / 24.02.2041 / ge-called am 24.08.2016	2'000 Mio.
CH0181115681 / Tier 2	High-Trigger <7.0% or Viability Event	CHF	7.125%	2012 / 22.03.2022	750 Mio.
CH0221803791 / Additional Tier 1	<5.125% or Viability Event	CHF	6.0%	2013 / no fixed or final redemption date	290 Mio.

Tabelle 20 – Vergleich Credit Suisse AT1 und Tier 2 Pflichtwandelanleihen¹²⁹

Untenstehende Werte gelten fur die Periode vom 30. August 2013 bis 30. Dezember 2016:

Wertpapier	Total Return in CHF
7.125% Credit Suisse 22.03.2022 (Tier 2)	+18.4%
7.875% Credit Suisse 24.02.2041 (Tier 2)	+17.5% (called 24.08.16)
6.0% Credit Suisse 29.09.2049 (AT1)	+26.0%
Credit Suisse Aktie	-37.7%

Tabelle 21 – Total-Return Pflichtwandelanleihen und Aktie der Credit Suisse¹³⁰

¹²⁹ Credit Suisse (2016a): «High-Trigger Capital Instruments», Information for Debt Investors, URL: <https://www.credit-suisse.com/ph/en/about-us/investor-relations/information-for-debt-investors/high-trigger-capital-instruments.html> [08.12.2016], S. 1ff.

¹³⁰ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

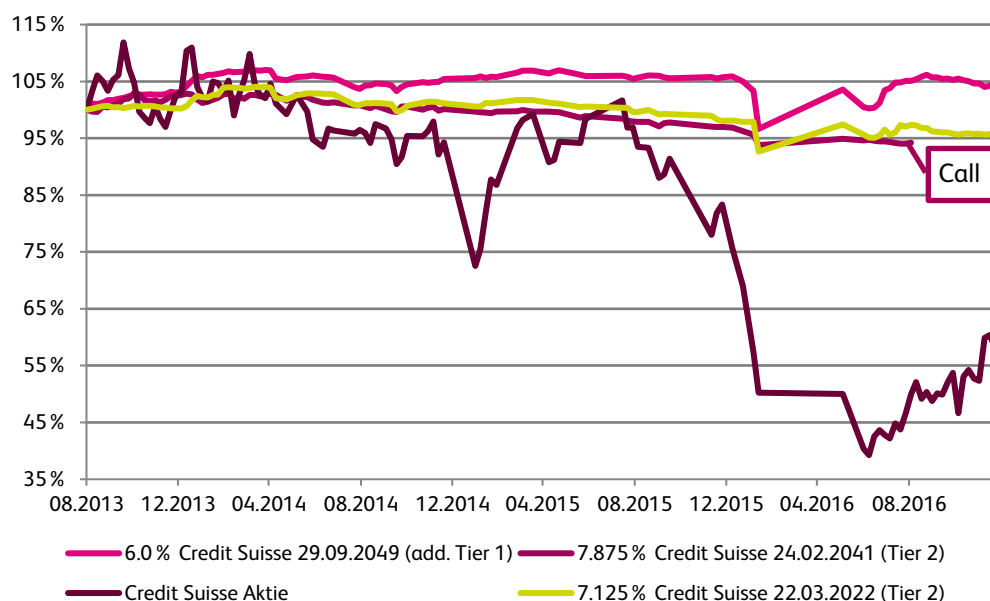


Abbildung 42 – Kursentwicklung Pflichtwandelanleihen und Aktie der Credit Suisse¹³¹

Über die oben genannte Betrachtungsperiode von knapp drei Jahren wurde mit sämtlichen in CHF denominierten Hybriden eine positive Nominalrendite zwischen 17.5 % und 26.0 % erzielt. Dies geschah unabhängig davon, ob es sich um einen Additional Tier 1 CoCo wie die 6.0 % Credit Suisse 29. September 2049 oder um einen High-Trigger Tier 2 CoCo wie der 7.125 % Credit Suisse 22. März 2022 oder den 7.875 % Credit Suisse 24. Februar 2041 handelte.

Der obige Chart zeigt auf, dass die temporären Abschlüsse bei der Auflösung des EUR/CHF-Mindestkurses am 15. Januar 2015 gerade mal rund 2 % betrug. Im Rahmen des Abwärtssoges im Januar und Februar 2016 mussten die CoCos dann doch bis 10 % Kursverluste hinnehmen, konnten diese aber in den Folgemonaten weitgehend wieder aufholen.

Wenn hingegen ein Schweizer Investor die Credit-Suisse-Aktie in der gleichen Beobachtungsperiode hielt, musste er einen Wertverlust von -48.9 % (Total Return in CHF) hinnehmen. Da war auch der Kurssprung von +7.8 % vom 10. März 2015 bei der Ernennung von Tidjane Thiam zum neuen Chief Executive Officer (CEO) nur ein Strohfeder. Anhand dieser ausgewählten Phase lässt sich das unterschiedliche Rendite/Risikoprofil von Hybriden in verschiedenen Marktphasen gegenüber Grossbankaktien exemplarisch aufzeigen.

Raiffeisenbank International

Bei der Raiffeisenbank International (RBI)AV) handelt es sich um eine international ausgerichtete Bank mit Hauptsitz in Österreich, die Emissionen in Schweizer Franken tätigt.

Dass die Sensitivität von Hybriden unter Stress zunehmen kann, zeigt das Beispiel der RBI)AV-Gruppe während der Beobachtungsperiode vom 23. Mai 2014 (Emissionsdatum jüngster Hybride) bis zum 7. Dezember 2016. Im Rahmen der erhöhten osteuropäischen Exponierung der Gruppe und der während der oben genannten Periode immer wieder aufflammenden Ukraine/Russland-Krise mussten die in CHF denominierten Tier 2 Pflichtwandelanleihen der RBI)AV-Gruppe Rückschläge erleiden. Bis zum Kurssturz der RBI)AV-Aktie von 40 % hielten sich die Hybride mit den Rückzahlungsdaten 2022 und 2023 weitgehend stabil. Doch als die Situation im

¹³¹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Januar 2015 mit notleidenden Krediten zu eskalieren drohte und in den Medien Gerüchte über eine mögliche Kapitalerhöhung der RBIAV-Gruppe aufkamen, gaben die hybriden Papiere bis zu 31 % nach. Mit der Neuausrichtung der Bank und erster Deeskalationstendenzen im Ukraine/Russland-Konflikt erholten sich die Hybride.

Analog zu dem Beispiel mit der Credit Suisse wurden Schweizer Investoren in der Untersuchungsperiode mit positiven Gesamtergebnissen von +13.4 % bis +18.0 % entschädigt. Schweizer Investoren, die die RBI-Aktie in der gleichen Berichtsperiode gehalten hatten, verloren -38.9 % ihres CHF denominierten Kapitals.

Wertpapier	Total Return in CHF
4.75% RBIAV 24.10.2022 (Tier 2)	+18.0 %
4.0% RBIAV 24.05.2023 (Tier 2)	+13.4 %
RBIAV-Aktie	-38.9 %

Tabelle 22 – Total Return Raiffeisenbank International Pflichtwandelanleihen und Aktie¹³²

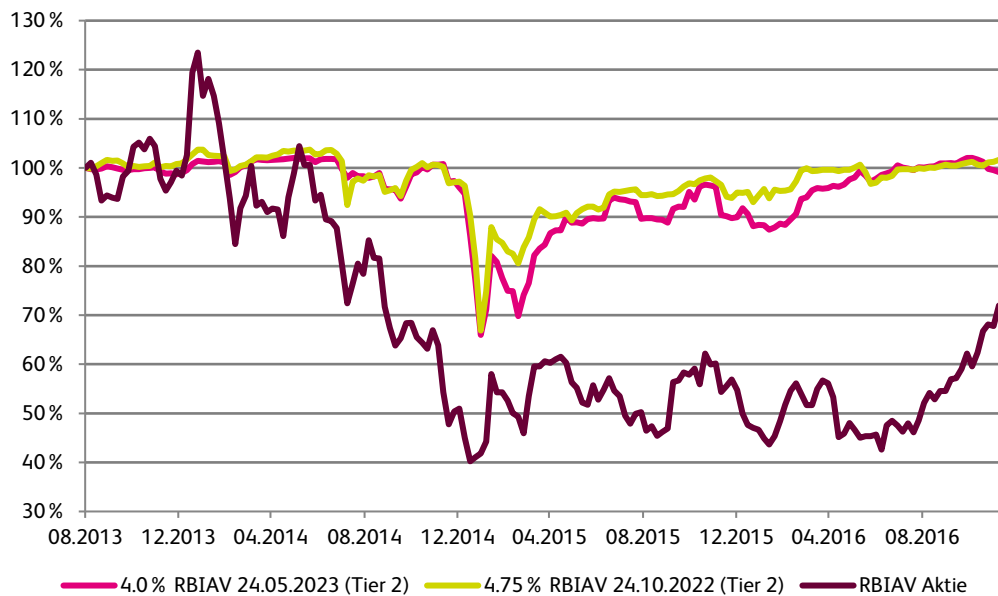


Abbildung 43 – Kursentwicklung Raiffeisenbank Int. Pflichtwandelanleihen und Aktie¹³³

Swiss Life

Bei Betrachtung der zweijährigen Untersuchungsphase wird deutlich, dass sich die Sensitivität des Hybridkapitals gegenüber der Aktie in Grenzen hält. Trotzdem gab es in der Historie kleinere Schocks. So zum Beispiel beim FED-Event im Mai 2013, als sich der Kurs der 5.25 % -Hybridanleihe innerhalb von wenigen Handelstagen um fast rund 4 % abschwächte und danach wieder erholte. Aktienkursverluste, die innert sehr kurzer Zeit eintreten, haben somit durchaus eine temporäre Durchschlagskraft auf die Kursentwicklung der Hybride. Die untenstehende Darstellung zeigt den Total Return der einzelnen Swiss-Life-Wertpapiere von Anfang 2014 bis

¹³² Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹³³ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

9. Dezember 2016, wobei der 5.25 % Swiss Life Perpetual per 4. Oktober 2016 seitens des Emittenten zu pari gekündigt wurde.

Wertpapier	Total Return in CHF
5.25% Swiss Life Perpetual	+9.5 % (called 04.10.16)
5.5% Swiss Life Perpetual	+16.8 %
Swiss Life Aktie	+48.2 %

Tabelle 23 – Total Return Swiss Life Perpetuals und Aktie¹³⁴

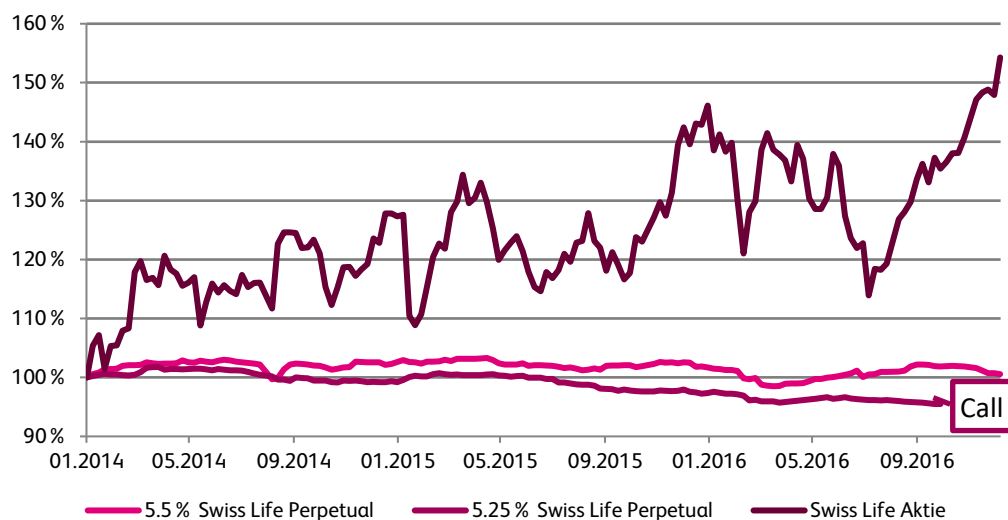


Abbildung 44 – Kursentwicklung Swiss Life Perpetuals und Aktie¹³⁵

Swiss Re

Aufgrund des Ausbleibens eines für die Branche relevanten Hurrikans seit 2013 sowie bis dato stabiler SST-Ratio-Verhältnisse bei der Swiss Re konnten die zwei ausstehenden Contingent Write-off Bonds attraktive Total Returns in der Untersuchungsperiode vom 3. April 2014 bis 9. Dezember 2016 generieren.

Wertpapier	Total Return in CHF
7.25% Swiss Re Contingent Write-off	+11.6 %
7.5% Swiss Re Contingent Write-off	+22.4 %
Swiss Re Aktie	+47.3 %

Tabelle 24 – Total Return Swiss Re Perpetuals und Aktie¹³⁶

¹³⁴ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹³⁵ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹³⁶ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

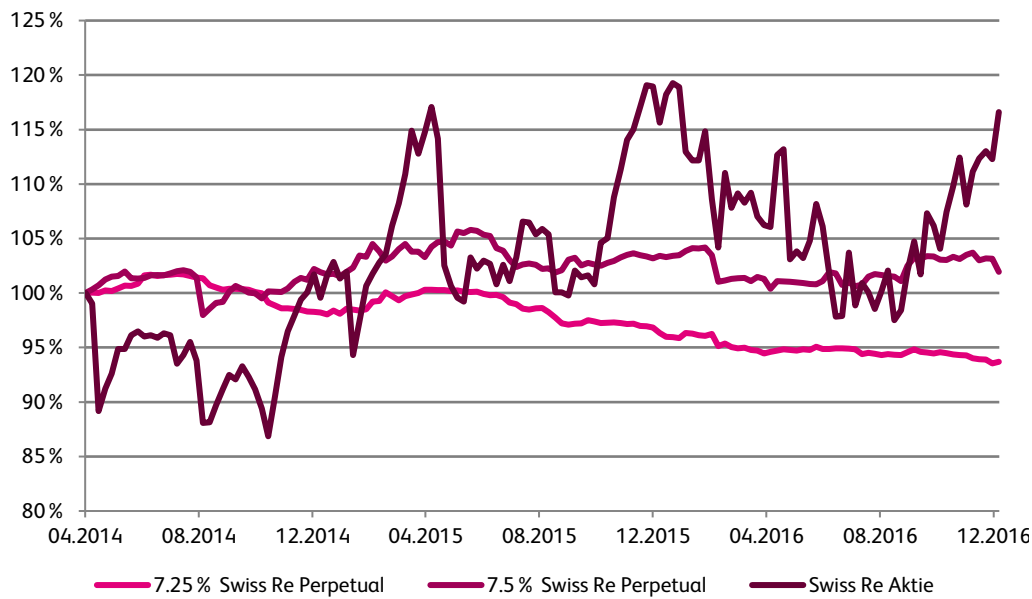


Abbildung 45 – Kursentwicklung Swiss Re Perpetuals und Aktie¹³⁷

RWE

Beim deutschen Energiekonzern RWE sieht das assetklassenspezifische Performancebild so ähnlich wie bei den vorangegangenen Grossbankbeispielen aus. Während der 5.25% -RWE Hybride in der Periode vom 4. November 2011 (Emissionsdatum) bis zum 7. Dezember 2016 eine nominelle Gesamtrendite von +29.5% in CHF verzeichnen konnte, verlor die Aktie in CHF gemessen -55.9%. Auch hier mussten Aktionäre über die Hälfte ihres eingesetzten Kapitals in der genannten Zeitspanne abschreiben.

Erwähnenswert ist die erstaunliche Stressresistenz der Hybridanleihe. Bei Aktienkurseinbrüchen von -50% bis -60% konnten die untersuchten Hybride respektive Pflichtwandelanleihen positive Gesamtrenditen in CHF aufweisen. Es gibt einige Hybridmodelle, die unter solchen Prämissen ex ante wohl einen Switch des Anleihencharakters in den Aktiencharakter bei CoCos unterstellt hätten. Doch die Rahmenbedingungen für Refinanzierungen wie auch die Risikobereitschaft von Investoren waren in der obigen Periode so vorteilhaft, dass RWE problemlos den Fremdkapitalisierungsgrad von 81.6% (2011) auf 89.4% (Juni 2016) ausweiten konnte.

Wertpapier	Total Return in CHF
5.25% RWE Perpetual	+29.5%
RWE Aktie	-55.9%

Tabelle 25 – Total Return Hybridanleihe und Aktie der RWE¹³⁸

¹³⁷ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹³⁸ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

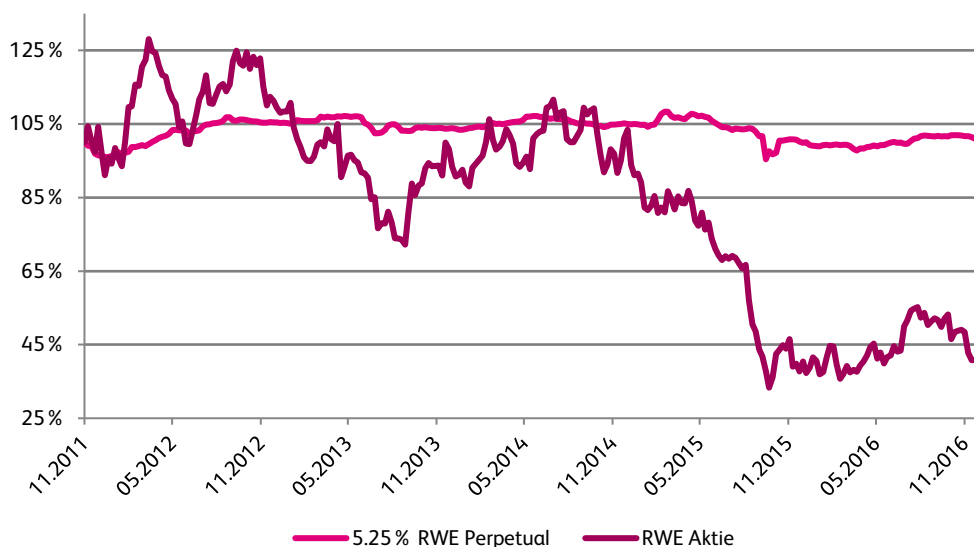


Abbildung 46 – Kursentwicklung RWE Hybridanleihe und Aktie¹³⁹

Valora

Der in dieser Publikation vorgestellte 4 %-Hybride der Valora konnte seit Ankündigungsdatum der Emission vom 9. April 2013 bis zum 9. Dezember 2016 eine nominelle Gesamtrendite von +17.2 % in CHF verzeichnen. Die Valora-Aktie brachte Investoren durch die im 2. Quartal 2016 gestartete Rally eine Preisveränderung von +48.8 % respektive, inklusive Berücksichtigung der reinvestierten Dividenden, eine Gesamtrendite von +86.7 %. Während die Aktie auf Wochenkursbasis zwischen CHF 166.8 und 293.8 (76.1 % Spanne) schwankte, verblieb der Hybrid innerhalb eines Bandes von 99.1 % und 106.5 % (7.6 % Spanne).

Das Valora-Fallbeispiel stellt renditebezogen eine Ausnahme gegenüber den anderen Hybrid- vs. Aktienvergleichen dar. Während andere Hybridemittenten im Finanz- und Versorgersektor grosse Kursabschläge auf Aktien zu verzeichnen hatten, konnten die Aktien des Detailhändlers im Sinne einer Turnaround-Story grosse Gewinne in der Untersuchungsperiode erzielen. Lange Zeit wurde von Analysten moniert, dass Valora keine verständliche Strategie verfolgen und der Umbau zum fokussierten Detailhändler zu langsam vorangehen würde. Ende 2016 gab sich Valora optimistisch, dass die hochfrequentierten und eher kleinflächigen Verkaufsstellen wie Kioske, Brezelshops, Kaffees oder Buchläden eine EBIT-Margensteigerung von aktuell unter 3 % auf 4 % im Jahr 2018 erbringen würden. Aufgrund nur teilweise vorhandener Transaktionsdaten des Hybridinstruments auf Bloomberg per 16. Dezember 2016 wurde auf Daten von finanzen.ch zurückgegriffen. Die linke Skala bildet den Aktienkurs in CHF (Daten Bloomberg), die rechte Skala die Kursentwicklung des Hybridens (Daten finanzen.ch) ab.

Wertpapier	Total Return in CHF
4.0% Valora Perpetual	+17.2 %
Valora-Aktie	+86.7 %

Tabelle 26 – Total Return Valora Hybridanleihe und Aktie¹⁴⁰

¹³⁹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁴⁰ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg



Abbildung 47 – Kursentwicklung Valora Hybridanleihe und Aktie¹⁴¹

Aryzta

Der Backwarenhersteller Aryzta, der durch Zukäufe in der Beobachtungsperiode relativ stark wuchs, gab im Oktober 2014 zusätzlich zur bestehenden Hybridstruktur einen Aryzta Hybriden von 3.5% (fünfjähriger Non-Call, Emissionsgrösse CHF 145 Mio.) aus. Im untenstehenden Beispiel wurde der seit Ende April 2013 bestehende Aryzta Hybride von 4% mit erster Call-Möglichkeit im April 2018 mit der Aktie verglichen. Auch im Fall des Nahrungsmittelritels wiesen die beiden Hybride eine tiefe Volatilität bei geringen Handelsvolumen im direkten Vergleich zur Aktie auf. Während die Aktie analog zu den Grossbank- und Versorgeraktien in der Untersuchungsperiode vom 23. Dezember 2013 bis 12. Dezember 2016 erhebliche Verluste mit einem Total Return von -32.4% erzielte, konnte der untersuchte Hybride eine positive Rendite von +9.7% erwirtschaften. Dennoch ist das Marktmisstrauen beim untersuchten Hybriden mit einem Kreditrisikoprämienaufschlag gegenüber der Schweizer Referenzstaatsanleihe von 539bp per 13. Dezember 2016 sehr hoch. Aus Investorenkreisen wird die Kritik betreffend Financial Engineering und Vergütungsstrukturen immer lauter. Konkret geht es um die Differenz der bereinigten und nach IFRS rapportierten Gewinne sowie der unterschiedlichen Behandlung des Goodwills. Letzterer betrug in der Jahresrechnung 2015 rund CHF 4.0 Mia. bei einem ausgewiesenen Eigenkapital von rund CHF 3.4 Mia. Sollte sich die finanzielle Lage zuspitzen, ist es denkbar, dass Aryzta von den hybridspezifischen Covenants Gebrauch machen muss.

Wertpapier	Total Return in CHF
4.0% Aryzta Perpetual	+9.7%
Aryzta Aktie	-32.4%

Tabelle 27 – Total Return Aryzta Hybridanleihe und Aktie¹⁴²

¹⁴¹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg und Finanzen.ch

¹⁴² Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

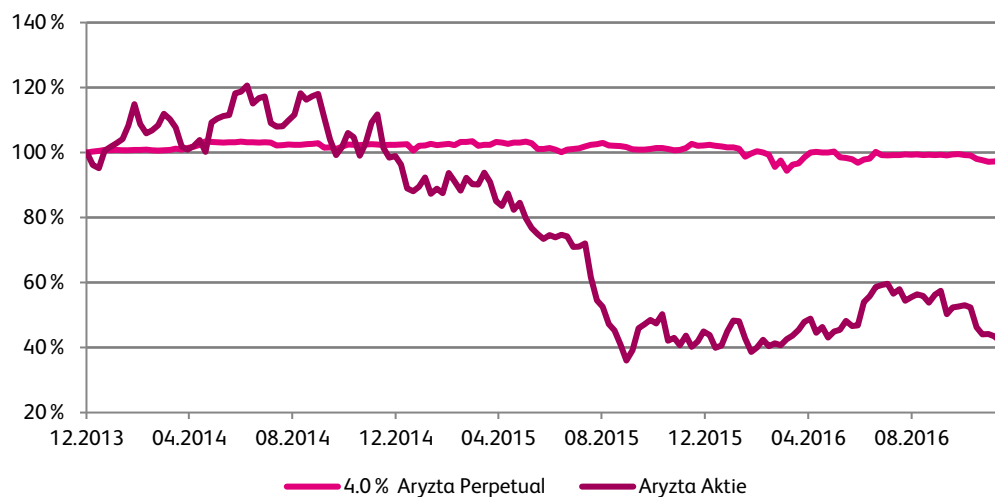


Abbildung 48 – Kursentwicklung Aryzta Hybridanleihe und Aktie¹⁴³

Resumée Performance Schweizer Franken Hybridanleihen

Hybride von Nichtfinanzunternehmen wie Aryzta, Valora oder RWE zeigten sowohl in den untersuchten seitwärts- als auch abwärtsgerichteten Marktphasen eine aus Investorenoptik interessante Rendite/Risikoeigenschaft auf. In abwärtsgerichteten Märkten reagierten die nachrangigen Papiere in der Beobachtungsperiode unabhängig von dem Emittenten und dessen Sektorenzugehörigkeit in der Regel erst bei sehr hohem kurzfristigem Stress sowie kontinuierlichen Aktienkursrückgängen spürbar negativ. In aufwärtsgerichteten Aktienmärkten war ihr Aufwertungspotential mit Ausnahme der «distressed Levels» 2008 bis 2011 während der Bewältigung der Finanzkrise ebenfalls limitiert.

Akademische Findings zu Pflichtwandelanleihen von Finanzunternehmen wie beispielsweise die von Rüdlinger (2015)¹⁴⁴ konnten in eher ruhigen Marktphasen aufzeigen, dass CoCos ausgewählter Bankinstitute Korrelationen von +0.1 bis +0.4 gegenüber Aktien und Korrelationen in einem Range von -0.1 bis +0.2 gegenüber Zinsen aufweisen. Die gemessenen Korrelationen gegenüber der Kreditrisikoprämienentwicklung waren erwartungsgemäss tendenziell negativ. Dennoch zeigen die untersuchten Beispiele von Schweizer Franken Hybriden seit Emission auf, dass Investoren in vier von fünf Fällen mit der Investition in hybrides Kapital gegenüber Aktien deutlich besser entschädigt wurden.

Einer der wesentlichen Gründe wird in der Illiquidität dieser Papiere gesehen. So bewegte sich beispielsweise der in CHF denominierte 3.5 %-ZKB-Perpetual-Kurs während der Phase vom 14. Januar 2015 bis zum 15. Januar 2015 trotz Absenkung des Zielbands für den Referenzzinssatz Libor (London Interbank Offered Rate) um 0.5 % durch die Schweizerische Nationalbank (2015)¹⁴⁵ nicht. Dies zeigt, dass ein Teil der Hybridmärkte, insbesondere der wenig liquide CHF-Hybridmarkt, zum aktuellen Zeitpunkt als tendenziell wenig effizient eingestuft werden müssen.

«Ein Teil der Hybridmärkte, insbesondere der wenig liquide CHF-Hybridmarkt, muss zum aktuellen Zeitpunkt als wenig effizient eingestuft werden.»

¹⁴³ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁴⁴ Rüdlinger Marc (2015): «Contingent Convertible Bonds: An Empirical Analysis of Drivers and Announcement Effect», Dissertation, Universität St. Gallen, 19. Mai 2015, S. 111

¹⁴⁵ Schweizerische Nationalbank (2016b): «Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to -0.75%», Press Release vom 15.01.2015, URL: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf [14.02.2017], S. 1

9. Bewertungsmethoden von Hybridkapital

Sowohl Marktakteure als auch Wissenschaftler publizierten seit 2009 zahlreiche Vorschläge zur Modellierung von Hybrid- respektive CoCo-Preisen. So wurden zur Herleitung des fairen Wertes der besagten Papiere mathematische Modelle entwickelt. Das wohl erste Bewertungsmodell für Hybride geht auf J.P. Morgan im Jahr 2006 zurück. Im Sinne eines Rock-Bottom-Spread-Ansatzes wurde damals den drei Faktoren Kreditfundamentaldaten (Ausfallrisiko anhand von Rating-Szenarien und Rückgewinnungsraten), Ertragsbarwert (abdiskontierte Mittelflüsse ebenfalls nach Rating-Szenarien) sowie der Risikotoleranz des Investors Rechnungen getragen. Das von Henriques, Goulden und Granger (2006)¹⁴⁶ vorgestellte Framework berücksichtigte bereits typische Tier 1 Elemente wie Nachrangigkeit, Coupon-Stundung oder (Non-) Call-Risiko. Im Rahmen der zunehmenden Komplexität, die unter anderem auf die heterogene Ausgestaltung von Covenants zurückzuführen ist, wurden auf Basis des bereits 2006 vorgestellten Grundmodells verschiedene Erweiterungen erarbeitet.

Weitere aus Forschungsperspektive erfolgversprechende Ansätze sind die Aktienderivat-Methode, die Kreditderivat-Methode sowie die Strukturgleichungs-/Bilanzmethode. Der erste Ansatz basiert auf der Annahme, dass der Aktienpreis das möglicherweise sensitivste und liquide Bonitätsbarometer von Hybriden respektive CoCos sein kann. Der zweite Ansatz nimmt an, dass die am weitestgehend liquiden Credit-Default-Swap (CDS) Markt gehandelten Kreditrisikoprämien relevante Daten zur Bonität eines Emittenten liefern können. Der dritte Ansatz kann für sämtliche Banken, also auch für solche ohne an einer Börse gelisteten Aktien oder liquide gehandelten CDS, angewendet werden, da aus den Bilanzkennzahlen alle für die CoCo-Bewertung notwendigen Daten erhoben werden können. Durch die Publikationsintervalle kann allerdings keine tägliche Bewertung vorgenommen werden.

Auch die Ratingagenturen machten Bewertungsansätze für Hybride bekannt. So stellte beispielsweise Moody's (2014)¹⁴⁷ am 16. Juli 2014 eine aktualisierte Version ihrer globalen Banken-Rating-Methodologie vor, die einen neuen modellbasierten Ansatz für die Bewertung von High-Trigger CoCos sowie für nicht überlebensfähige (non-viability) CoCos enthält. Dabei werden die vielfältigen Risiken dieser Hybride, einschliesslich der Wahrscheinlichkeit einer Bankeninsolvenz, Trigger-Verletzungen oder Coupon-Stundungen, erfasst und damit die Höhe der mit diesen Szenarien in Verbindung stehenden drohenden Verluste errechnet. Mit der Veröffentlichung der neuen Methodologie ist die Ratingagentur in der Lage, das gesamte Universum an Banken- CoCos, bei denen eine Umwandlung in Eigenkapital oder eine Nominalwertabschreibung (Principle Write-down) stattfindet, zu bewerten.

Grundsätzlich kann gesagt werden, dass im heutigen Stadium eine Diskrepanz zwischen in der Regel mathematisch anspruchsvollen Modellen der Forschung und der täglich global gelebten Handelspraxis beobachtet werden kann. Zudem besteht zwischen den verschiedenen Verfassern aus Praxis und Forschung Übereinstimmung darüber, dass weitere Recherche in diesem jungen Markt- und Forschungsbereich notwendig ist. Solange sich kein internationaler Standard durchsetzt, werden heterogene Pricing-Ansätze die Norm bleiben.

¹⁴⁶ Henriques, Roberto, Goulden, Jonny und Granger, Andrew (2006): «A Framework for Valuing Financial Hybrids», *European Credit Research*, S. 1ff.

¹⁴⁷ Moody's (2014): «Moody's publishes updated global bank methodology with revised CoCo rating framework», URL: https://www.moody's.com/research/Moodys-publishes-updated-global-bank-methodology-with-revised-CoCo-rating--PR_304225 [14.03.2017], S. 1

9.1. Grundsatzfrage: Aktie oder Fremdkapital?

Sofern ein Investor in beide Assetklassen investieren kann, stellt sich aufgrund der Opportunitäten die Frage, ob sich der Payoff einer Pflichtwandelanleihe nicht mittels der Aktie und eines Fremdkapitalinstrument des Emittenten günstiger beziehungsweise attraktiver replizieren lässt. Diese Frage wiederum ist an diverse Annahmen im Sinne der Renditevergleiche geknüpft. Zubo, Kepaptsoglou und Kini (2016)¹⁴⁸ unterstellten dabei unter anderem folgende Bedingungen für Additional Tier 1 Pflichtwandelanleihen:

- Call durch den Emittenten am erstmöglichen Call-Datum
- Die Dividende bei der Aktie und der Coupon beim AT1 Instrument bleiben während der Halteperiode bestehen

Ziel hierbei war es, einen Break-Even-Point herzuleiten, also einen Punkt, an dem das Halten der Aktie und das Halten der AT1 Pflichtwandelanleihe die gleiche Rendite erzielt. Bei den 53 untersuchten CoCos schwanken die benötigten annualisierten Break-Even-Renditen der Bankaktien zur Erreichung der CoCo-Gesamtrendite zwischen -1.8 % und +12.8 %. Im Schnitt mussten die Bankaktien einen Total Return von 4.4 % p.a. erzielen, um die CoCo-Rendite bis zum erstmöglichen Call-Datum zu erreichen.

Bei der Frage, ob CoCos nun mehr Anleihen- oder mehr Aktiencharakter aufweisen, können folgende Beobachtungen als Grundregeln wiedergegeben werden:

- Meistens weisen CoCos einen fremdkapitalähnlichen Charakter auf
- Unter Marktstress verlagert sich der Fremdkapitalcharakter zunehmend hin zum Aktiencharakter

Wie zuvor erwähnt, untersuchte Rüdlinger (2015)¹⁴⁹ in seiner Dissertation zu CoCos unter anderem Korrelationen zwischen der Preisentwicklung von CoCos, der zugrundeliegenden Bankaktie, der Zinsentwicklung sowie der Veränderung von Credit-Default-Swap (CDS)-Prämien seit Lancierung bis zum 30. September 2014. In dieser eher ruhigen Marktphase zeigen CoCos ausgewählter Bankhäuser Korrelationen von +0.1 bis +0.4 gegenüber den Bankaktien. Gegenüber Zinsen lagen die Korrelationen in einem Range von -0.1 bis +0.2, gegenüber der CDS-Entwicklung in der Regel negativ mit Korrelationen von 0.0 bis -0.7.

Die Befunde liegen innerhalb des Erwartungswertes von Investoren, da die Kursentwicklung von Bankaktien als sensibles Bontitätsbarometer einen gleichgerichteten Einfluss auf die Kursentwicklungen des untersuchten nachrangigen Fremdkapitals aufweist. Der Einfluss des Zinssatzes kann in der oben genannten Phase bei der Bewertung von CoCos vernachlässigt werden. Der Befund der negativen Korrelation der Hybridrenditeentwicklung zur Ausfallwahrscheinlichkeit macht analog zu der positiven Korrelation der Aktie Sinn. Andererseits könnte ökonomisch auch argumentiert werden, dass die Ausgabe von CoCos die Ausfallwahrscheinlichkeit gerade mindern soll und deshalb die zuletzt untersuchte Korrelation auch neutral bis positiv sein könnte. Unter erheblichem Marktstress wären jedoch deutlich negative Korrelationen zwischen der Entwicklung von CDS-Indizes und CoCo-Renditen zu erwarten.

Die Erfüllung dieser Erwartung konnte bei den globalen Marktverwerfungen von Januar bis Februar 2016 beobachtet werden. Dort wurde der aktienähnliche Charakter von CoCos unter Marktstress sichtbar, wie untenstehende Grafiken ausgewählter Schuldner verdeutlichen. Auf der linken Skala wird jeweils die AT1 Pflichtwandelanleihe, auf der rechten Skala der jeweilige Aktienkurs in Lokalwährung abgebildet.

¹⁴⁸ Zubo, Ivan, Kepaptsoglou, Jason und Kini, Dominic (2016): «Contingent Capital Primer III – the first big Test», *Fixed Income / Equities – European Banks Research*, Februar 2016, S. 22ff.

¹⁴⁹ Rüdlinger Marc (2015): «Contingent Convertible Bonds: An Empirical Analysis of Drivers and Announcement Effect», *Dissertation, Universität St. Gallen*, 19. Mai 2015, S. 111

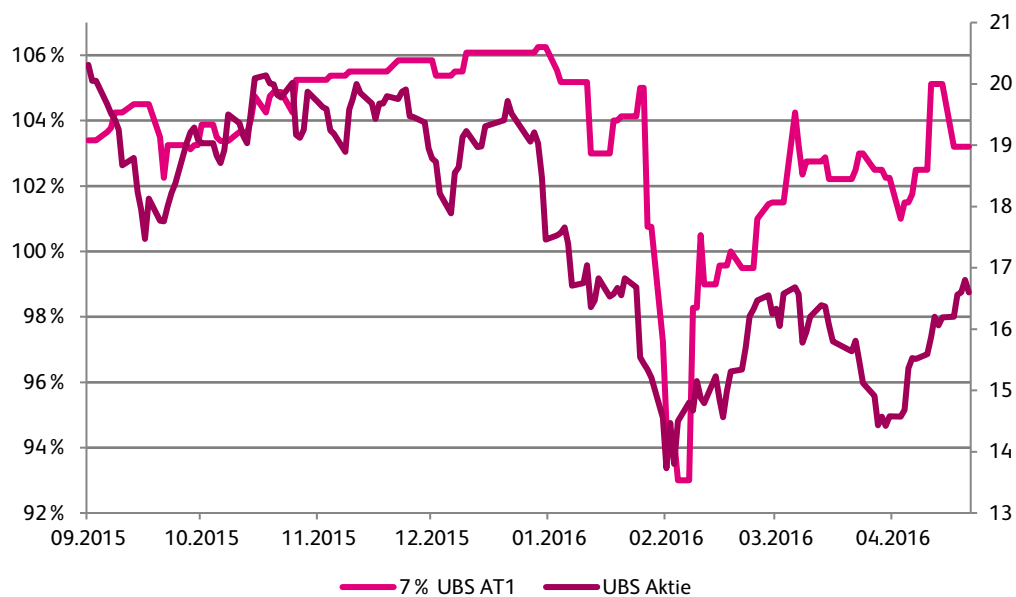


Abbildung 49 – Beispiel Preisentwicklung UBS AT1 vs. Aktie¹⁵⁰

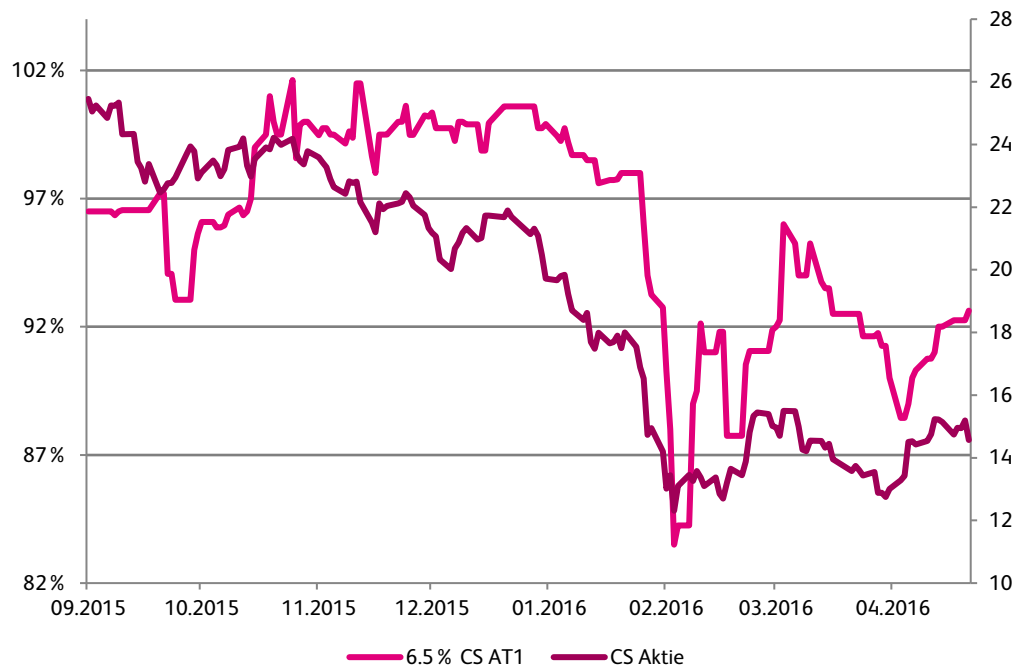


Abbildung 50 – Beispiel Preisentwicklung Credit Suisse AT1 vs. Aktie¹⁵¹

¹⁵⁰ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁵¹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

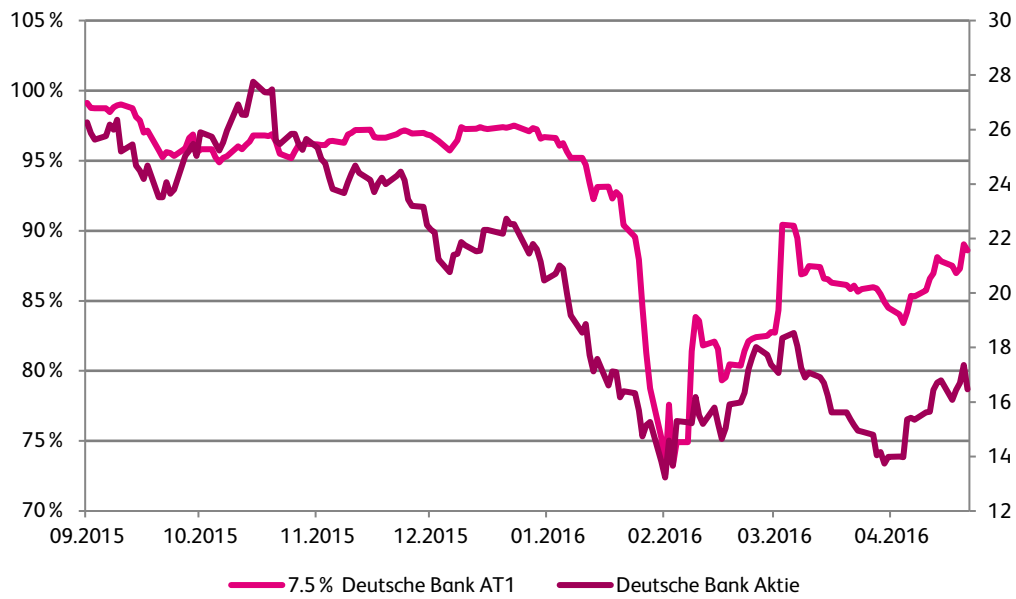


Abbildung 51 – Beispiel Preisentwicklung Deutsche Bank AT1 vs. Aktie¹⁵²

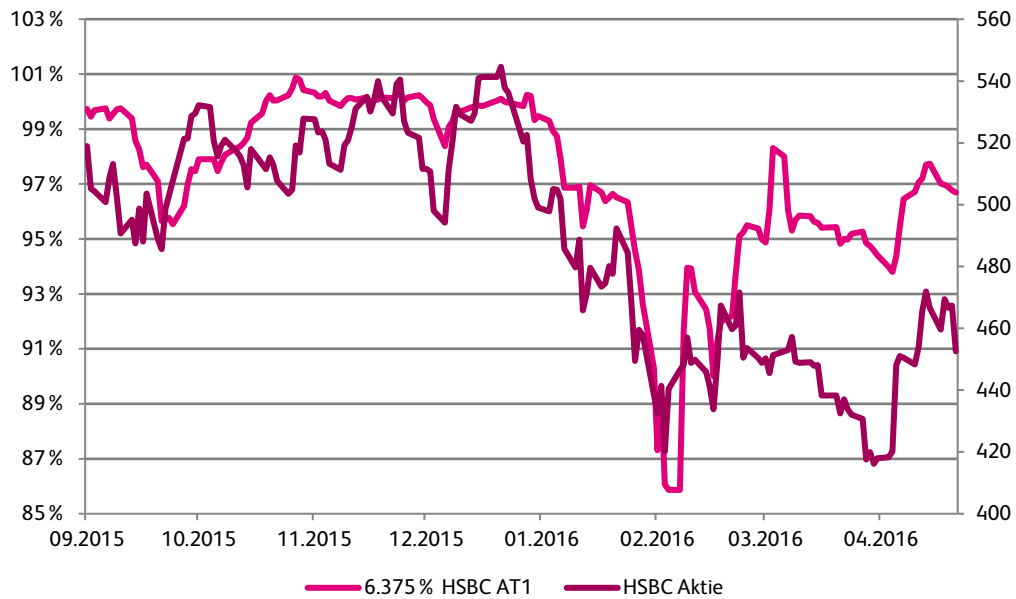


Abbildung 52 – Beispiel Preisentwicklung HSBC AT1 vs. Aktie¹⁵³

Auch wenn gerade AT1 Pflichtwandelanleihen teilweise wenig gehandelt wurden, liegen die einmonatigen rollierenden Korrelationen zwischen den Kursentwicklungen der AT1 Pflichtwandelanleihen und der Aktien bei allen Emittenten in der Phase vom 19. Oktober 2015 bis zum 25. April 2016 im positiven Bereich, die Korrelation der erzielten Total Returns in USD zwischen den AT1 Instrumenten und den Aktien liegt bei hohen 0.9.

¹⁵² Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁵³ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

	Korrelation (22d) AT1 vs. Aktie	Total Return AT1 (in USD)	Total Return Aktie (in USD)
UBS	0.09	3.2 %	-17.9 %
Credit Suisse	0.22	-1.4 %	-39.6 %
Deutsche Bank	0.55	-4.7 %	-40.6 %
HSBC	0.46	2.1 %	-13.0 %

Tabelle 28 – Korrelationen und Total Returns von AT1 Pflichtwandelanleihen vs. Aktien 19.10.2015 bis 25.04.2016¹⁵⁴

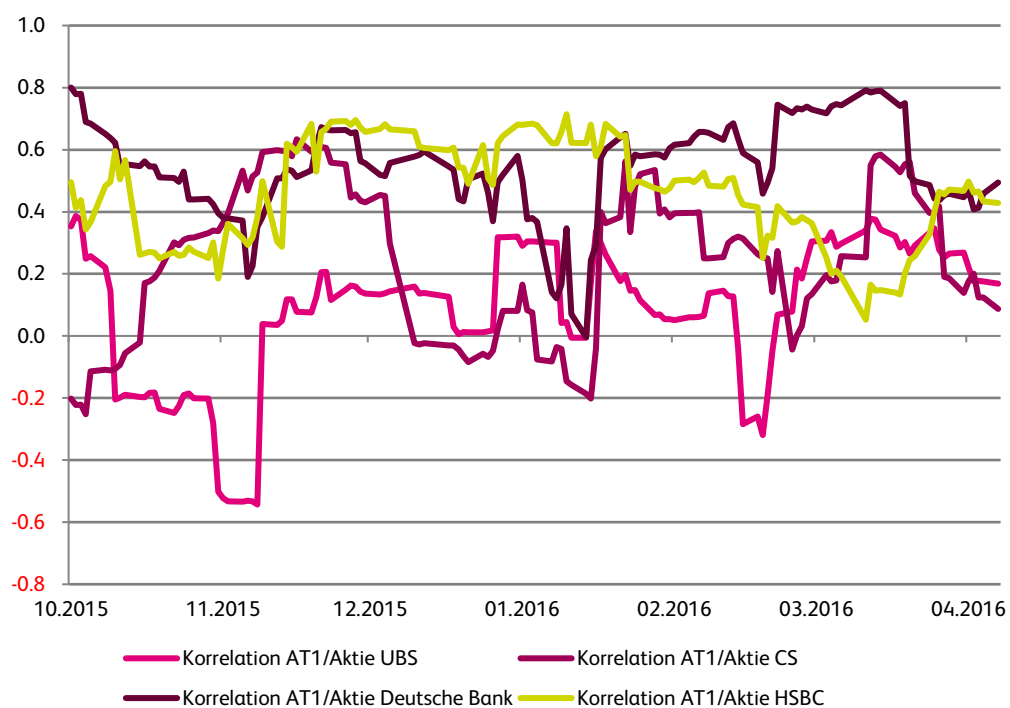


Abbildung 53 – Korrelationen von AT1 Pflichtwandelanleihen vs. Aktien 19.10.2015 bis 25.04.2016¹⁵⁵

¹⁵⁴ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁵⁵ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

9.2. Aktienderivat Methode

Der Aktienderivatansatz geht laut Dufour Partanen (2016)¹⁵⁶ auf die Forscher De Spiegeleer und Shoutens (2011)¹⁵⁷ und Corcuera und Valdivia (2015)¹⁵⁸ zurück. Bei der Replikation der CoCo-Mittelflüsse wird zwischen CoCos mit Equity Conversion und CoCos mit Write-down-Mechanik unterschieden.

Bei CoCos, die in Aktien umgewandelt werden, replizierten die Forscher den CoCo-Preis aus einer Zero-Coupon-Unternehmensanleihe und dem Halten eines Knock-in-Forwards (KIF). Letzterer besteht aus einer Long-Position eines Down-and-in Calls und einer Short-Position eines Down-and-in Puts. Beide Barrier-Optionen weisen denselben Strike sowie dieselbe Barriere auf. Das Element dient zur Simulation der Konversion von Aktien bei Erreichen des unterstellten Triggers. Da die Coupons bei AT1 Pflichtwandelanleihen ausschliesslich bei Nichterreichen des Trigger-Wertes ausbezahlt werden, wird der obige Wert mittels einer Short-Position einer binären Down-and-in-Option pro Couponzahlung korrigiert.

CoCos, die einer Abschreibungsmechanik (Write-down) unterliegen, werden ebenfalls mittels einer Zero-Coupon-Unternehmensanleihe und Short-Positionen einer binären Down-and-in-Option pro Couponzahlung repliziert. Anstelle des Knock-in-Forwards wird das Abschreibungspotential mittels einer Short-Position einer binären Down-and-in-Option auf den Nennwert repliziert.

Das von De Spiegeleer und Shoutens erstellte Modell wurde laut Erismann (2015)¹⁵⁹ von Teneberg (2012)¹⁶⁰ und Corcuera et al. (2013)¹⁶¹ für die adäquatere Abbildung von Fat-Tail-Risiken erweitert.

Die Wirkungszusammenhänge zwischen CoCo-Preis bzw. dessen Elementen und den Inputfaktoren können dabei nach Jung (2012)¹⁶² wie folgt vereinfacht dargestellt werden:

Vergleich	Erläuterung
CoCo Preis vs. CDS vs. Aktienpreis	Der Aktienpreis hat direkten Einfluss auf die Trigger-Wahrscheinlichkeit. Je höher der Aktienkurs, desto tiefer die Trigger-Wahrscheinlichkeit und der Credit Default Swap (CDS).
CoCo-Preis vs. CDS vs. Konversionspreis	Der Konversionspreis bestimmt die Anzahl der KIFs. Wenn der Konversionspreis ansteigt, bekommen CoCo-Investoren weniger KIFs, was den CoCo verbilligt. Wenn der Konversionspreis sehr günstig ist, liegt der CoCo-Preis über dem des Bonds.

¹⁵⁶ Dufour Partanen, Bianca (2016): «On the Valuation of Contingent Convertibles (CoCos): Analytically Tractable First Passage Time Model for Pricing AT1 CoCos», Master's Thesis in Financial Mathematics, Royal Institute of Technology, School of Engineering Sciences, S. 1ff.

¹⁵⁷ De Spiegeleer, Jan und Schoutens, Wim (2011): «Pricing Contingent Convertibles: A Derivatives Approach», Katholieke Universiteit Leuven, Belgien, S. 1ff.

¹⁵⁸ Corcuera, José Manuel und Valdivia, Arturo (2015): «Pricing CoCos with a Market Trigger», Stochastics of Environmental and Financial Economics: Centre of Advanced Study, Oslo, Norway, Volume 138, S. 179ff.

¹⁵⁹ Erismann, Marc (2015): «Pricing Contingent Convertible Capital – A Theoretical and Empirical Analysis of Selected Pricing Models», Dissertation, Universität St. Gallen, S. 1ff.

¹⁶⁰ Teneberg, Henrik (2012): «Pricing Contingent Convertibles using an Equity Derivatives Jump Diffusion Approach», Master Thesis KTH Royal Institute of Technology, Department of Mathematics, 2012, S. 1ff.

¹⁶¹ Corcuera, José Manuel et al. (2013): «Efficient Pricing of Contingent Convertibles Under Smile Conform Models», Journal of Credit Risk, S. 1ff.

¹⁶² Jung, HyeYoon (2012): «Pricing of Contingent Convertibles », Wharton School, University of Pennsylvania, April 2012, S. 12ff.

CoCo-Preis vs. CDS vs. Trigger-Punkt	Der Trigger-Punkt bestimmt die Barriere der Down-and-in-Optionen. Je höher der Trigger-Punkt angesetzt ist, desto wahrscheinlicher ist sein Eintritt, was sich negativ auf den KIF-Preis niederschlägt.
CoCo-Preis vs. CDS vs. Volatilität	Mit ansteigender Volatilität steigt die Knock-in-Wahrscheinlichkeit. Dies drückt auf den KIF-Wert.
CoCo-Preis vs. CDS vs. Laufzeit	Der Bondpreis verläuft aufgrund der Zinsstrukturkurve negativ zur Laufzeit. Für die ersten fünf Jahre wird unterstellt, dass die Trigger-Wahrscheinlichkeit mit der Zeit ansteigt. Für KIF's mit fünf- bis 30-jähriger Laufzeit wird unterstellt, dass sich die Unternehmung laufend verbessern kann, was den CDS-Preis sinken lässt.

Tabelle 29 – Wirkungszusammenhang zwischen CoCo-Preis und CoCo-Eigenschaften¹⁶³

Laut Erismann (2015)¹⁶⁴ handelt es sich beim Aktienderivatansatz mit un stetigen Renditen um den Ansatz mit der höchsten Modellkomplexität.

9.3. Kreditderivat Methode

Vereinfacht gesagt, repliziert der Kreditderivat-Ansatz CoCos auf den gängigen Annahmen der Anleihenbewertung in Kombination mit der Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten sowie der dazugehörigen Liquidationswerte. Dabei stützt man sich auf die Daten der liquiden Credit-Default-Swap (CDS)-Märkte.

Hauptüberlegung hierfür ist die Verbindung der Trigger-Wahrscheinlichkeit des CoCos mit der Ausfallwahrscheinlichkeit des Unternehmens. Dabei besteht laut Erismann (2015)¹⁶⁵ nicht zwingend ein direkter Zusammenhang zwischen den Asset- und Verschuldungsquoten einer Unternehmung, wie dies beim strukturellen Modellansatz der Fall ist.

Zur Modellierung kann beispielsweise die Poisson-Verteilung herangezogen werden. Sie ist hilfreich bei der Ermittlung seltener Auftretishäufigkeiten mit dafür umso intensiveren Ereignissen in einem vorab definierten Zeitintervall. In der Dissertation wird darauf hingewiesen, dass es sich beim Kreditderivatansatz um den Ansatz mit der niedrigsten Modellkomplexität handelt.

9.4. Strukturgleichungsmodell/Bilanzmethode

Beim Strukturgleichungsmodell werden die Aktiven einer Bilanz mittels eines stochastischen Ansatzes modelliert. Der Wert der einzelnen Passivseitenelemente wird danach abgeleitet. Dabei werden die Abhängigkeiten und Reagibilitäten der einzelnen Passivstufen gegenüber den Aktiven berücksichtigt. Zu dieser Modellart kann auch das von Brigo und Tarenghi (2004)¹⁶⁶ vorgestellte Modell der Analytically Tractable First Passage Time (AT1P) gezählt werden.

Hilscher und Raviv (2012)¹⁶⁷ beschäftigten sich ebenfalls mit der Bilanzmethode und befanden, dass Banken, die anstelle von nachrangigem Fremdkapital CoCos ausgeben, signifikant

¹⁶³ Eigene Darstellung

¹⁶⁴ Erismann, Marc (2015): «Pricing Contingent Convertible Capital – A Theoretical and Empirical Analysis of Selected Pricing Models», Dissertation, Universität St. Gallen, S. 1ff.

¹⁶⁵ Erismann, Marc (2015): «Pricing Contingent Convertible Capital – A Theoretical and Empirical Analysis of Selected Pricing Models», Dissertation, Universität St. Gallen, S. 1ff.

¹⁶⁶ Brigo, Damiano und Tarenghi, Marco (2004): «Credit Default Swap Calibration and Equity Swap Valuation under Counterparty Risk with a Tractable Structural Model», FEA 2004 Konferenz am MIT vom 8. Bis 10. November 2004, Cambridge, Massachusetts, S. 1ff.

¹⁶⁷ Hilscher, Jens und Raviv, Alon (2012): «Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability», Working Paper, International Business School, Brandeis University, S. 1ff.

tieferen Ausfallraten aufweisen. Sie zeigten zudem auf, dass die Höhe des Umwandlungsverhältnisses der CoCo-Aktien einen wesentlichen Einfluss auf den Risikoappetit einer Bank haben kann.

Erismann (2015)¹⁶⁸ befand, dass es sich beim strukturellen Ansatz um jenen mit der höchsten Parametrisierungskomplexität bei gleichzeitig nur geringen Preisabweichungen gegenüber den am Markt beobachtbaren Preisen handelt.

9.5. Rock-Bottom-Spread-Methode

Wie in der Einleitung des Kapitels «Bewertungsmethoden von Hybridkapital» beschrieben, geht dieser Ansatz auf J.P. Morgan im Jahr 2006 zurück. Die drei erwähnten Faktoren Kreditfundamentaldaten (Ausfallrisiko anhand von Rating-Szenarien und Rückgewinnungsraten), Ertragsbarwert (abdiskontierte Mittelflüsse ebenfalls nach Rating-Szenarien) sowie die Risikotoleranz des Investors sind dabei die wesentlichen Inputfaktoren.

Die Kreditfundamentaldatenanalyse besteht aus den folgenden zwei Eckpfeilern:

Eckpfeiler	Erläuterung
Rating-Migrationsmatrix	Rating-Agenturen publizieren die historisch beobachtete Veränderungswahrscheinlichkeit des Ratings innerhalb einer Periode (in der Regel ein bis zehn Jahre). Mittels der Veränderungswahrscheinlichkeit des Ratings über die jeweilige Zeitperiode wird der künftige Mittelfluss und somit der Wert der Anleihe geschätzt. Dies impliziert auch die Berücksichtigung von Ausfall- und Rückgewinnungsraten.
Diversity Score	Von Moody's entwickelte Methode zur Messung der Diversifikation eines Portfolios. Die Methode misst die Emittenten- sowie Sektorenkonzentration und impliziert so die Korrelation von Ratingveränderungen. Dahinter steht die grundlegende Annahme, dass Unternehmen innerhalb eines Sektors stark korrelieren und nur geringfügige Abhängigkeiten zu anderen Sektoren existieren. Exemplarisch kann die Diversity Score wie folgt interpretiert werden: Wenn ein Portfolio bestehend aus 100 Titeln eine Diversity Score von 40 hat, ist die Verlustverteilung der 100 korrelierten Titel vergleichbar mit 40 unkorrelierten Titeln.

Tabelle 30 – Kreditfundamentaldatenanalyse¹⁶⁹

Nachfolgend ist exemplarisch die einjährige Rating-Veränderungswahrscheinlichkeit von Unternehmen auf globaler Ebene abgebildet. Die Tabelle kann so interpretiert werden, dass sich das Rating einer BBB-Anleihe über ein Jahr mit einer Wahrscheinlichkeit von 85.5 % nicht verändert. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 3.1 % verbessert sich das Rating auf A. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 4.9 verschlechtert sich das Rating auf BB.

¹⁶⁸ Erismann, Marc (2015): «Pricing Contingent Convertible Capital – A Theoretical and Empirical Analysis of Selected Pricing Models», Dissertation, Universität St. Gallen, S. 1ff.

¹⁶⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Henriques, Roberto, Goulden, Jonny und Granger, Andrew (2006): «A Framework for Valuing Financial Hybrids», European Credit Research, S. 1ff.

From/to	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C	D	NR
Global									
AAA	100	0	0	0	0	0	0	0	0
AA	0.29	93.26	4.4	0	0	0	0	0	2.05
A	0	1.43	89.87	5.48	0	0	0	0	3.23
BBB	0	0.06	3.12	85.52	4.9	0	0	0	6.4
BB	0	0	0	3.63	79.97	6.87	0.24	0.16	9.13
B	0	0	0	0.15	3.58	76.04	4.57	2.39	13.27
CCC/C	0	0	0	0	0	5.85	49.71	25.73	18.71

Tabelle 31 – Einjährige Rating-Veränderungswahrscheinlichkeit von Unternehmen¹⁷⁰

Die Berechnung des heutigen Ertragsbarwertes erfolgt auf Basis der Ratingmatrix für die jeweilige Laufzeit des Bonds. Für eine einjährige Additional Tier 1 Pflichtwandelanleihe mit 5 %-Coupon, einem A- Rating und einem Liquidationswert von 0 % lässt sich dies wie folgt darstellen:

Preis	Wahrscheinlichkeit	Rating	Status	Kapitalfluss
101.58	0.04 %	AAA	Pari plus Coupon	105
	2.48 %	AA	Pari plus Coupon	105
	90.87 %	A	Pari plus Coupon	105
	5.56 %	BBB	Pari plus Coupon	105
	0.72 %	BB	Pari, kein Coupon	100
	0.21 %	B	Pari, kein Coupon	100
	0.01 %	CCC	Pari, kein Coupon	100
	0.11 %	D	Ausfall	0

Tabelle 32 – Herleitung Ertragsbarwert einer einjährigen AT1 Anleihe¹⁷¹

In der obigen Tabelle wird davon ausgegangen, dass der Coupon solange durch den Emittenten bezahlt wird, wie dieser über ein Investment-Grade-Rating verfügt. Gleichzeitig wird unterstellt, dass es nur bei Herabstufung in die Ratingklasse D (Default/Ausfall) zu einem Zahlungsausfall des Nominalwertes kommt. Die Wahrscheinlichkeit der Annahme der verschiedenen

¹⁷⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Standard & Poor's Global Ratings (2016): «2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions», 2015 One-Year Corporate Transition Rates By Region (%), S. 54

¹⁷¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Henriques, Roberto, Goulden, Jonny und Granger, Andrew (2006): «A Framework for Valuing Financial Hybrids», European Credit Research, S. 14

Ratinghauptstufen wird in der Spalte Wahrscheinlichkeit angegeben und basiert auf historischen Kennzahlen. Die Multiplikation dieser Wahrscheinlichkeiten mit den unterstellten Mittelflüssen der Spalte Kapitalfluss ergibt den fairen Modellpreis. Als dritter Faktor werden die Risikotoleranz bzw. die Risikoaversion des Investors berücksichtigt. Dies wird mittels der Sharpe-Ratio, sprich der Überschussrendite und dem Tracking-Error gegenüber dem risikofreien Zinssatz, ausgedrückt, die der Investor als Kreditrisikoprämie erhalten muss, damit er die Unternehmensanleihe gegenüber der Staatsanleihe vorzieht.

Schlussendlich repräsentiert der Rock Bottom Spread die minimale Prämie, damit der Investor gewillt ist, die risikobehaftete Unternehmensanleihe der (vermeintlich) risikofreien Staatsanleihe vorzuziehen. Auf die Erläuterung der mathematischen Formel und den damit verbundenen Inputparameter wird an dieser Stelle bewusst verzichtet. Das Resultat kann der Arbeit von Schaffner (2010)¹⁷² via untenstehender Kreditrisikoprämienmatrix entnommen werden:

from/to	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAA	0	1	1	2	2	3	3	4	4	5
AA	8	9	9	9	9	10	11	11	12	13
A	0	3	6	9	11	14	17	19	22	24
BBB	27	33	38	44	50	55	60	64	68	72
BB	141	162	179	193	204	212	219	224	228	230
B	589	590	584	575	563	551	539	528	517	507
CCC	2426	2088	1821	1613	1452	1326	1228	1150	1087	1037

Tabelle 33 – Rock-Bottom-Spread-Matrix nach Rating und Laufzeit¹⁷³

Interpretiert werden kann die Tabelle so, dass ein Investor eine fünfjährige Unternehmensanleihe mit BB- Rating erst dann erwerben wird, wenn er mindestens 204bp respektive 2.04 % zusätzliche Kreditrisikoprämie auf den risikofreien, fünfjährigen Basiszinssatz erhält. Interessant ist, dass diese Modellierung bis zum BB-Rating über die Zeit aufwärtsgerichtete Kreditrisikoprämien aus Investorensicht erwartet. Darunter sind die minimal verlangten Kreditrisikoprämien für längere Laufzeiten geringer als für kürzere Laufzeiten. Das heisst, es wird von abnehmenden Ausfallwahrscheinlichkeiten in diesem bonitätsbezogenen schwachen Kreditsegment ausgegangen.

Der Vorteil des Modells liegt in seiner Flexibilität und Erweiterbarkeit sowie der Transparenz der veränderbaren Inputfaktoren. Nichtsdestotrotz fokussiert das Rock-Bottom-Spread-Basismodell auf die vergebenen Ratings und deren Veränderungswahrscheinlichkeit über die Zeit. Aufgrund der herrschenden Rahmenbedingungen am Markt (Präferenz für Investment-Grade Hybride sowie Call Covenants bei Investment-Grade-Verlust) scheint dieser Ansatz zweifelsohne zielgerichtet und sinnvoll zu sein. Dennoch werden die am Markt bezahlten Kreditrisikoprämien für nachrangiges Unternehmenskapital faktisch ignoriert. Eine Kombination von Live-Daten mit diesem Basismodell erscheint vor diesem Hintergrund ein interessanter Untersuchungsgegenstand für weitere Forschungsarbeiten zu sein.

¹⁷² Schaffner, Benjamin (2010): «Valuation Framework for Pricing Hybrid Bonds», Master Thesis, Institute for Operations Research and Computational Finance, Hochschule St. Gallen (HSG), 31.12.2010, S. 41

¹⁷³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Schaffner, Benjamin (2010): «Valuation Framework for Pricing Hybrid Bonds», Master Thesis, Institute for Operations Research and Computational Finance, Hochschule St. Gallen (HSG), 31.12.2010, S. 41

9.6. CDS-Multiplikator-Methode

Die CDS-Multiplikator-Methode wird im Alltag regelmässig angewendet. Dabei werden Asset Swap Rates (ASW) mit CDS Senior Rates gleicher Laufzeiten verglichen. Multiples, sprich das Teilen der Asset Swap Rates durch die CDS Senior Rates, von drei bis sechs scheinen der Standardrange zu sein. Multiples unterhalb von drei werden von Analysten oft so interpretiert, dass ein Non-Call-Risiko oder ein Deferral-Risiko besteht. Ob dieser pragmatische Ansatz einer wissenschaftlichen Untersuchung standhalten würde, ist unklar. Beispielhaft für eine solche Analyse ist die untenstehende Tabelle von Turc (2007)¹⁷⁴ der Bank Société Générale aus dem Jahr 2007. Darin werden Multiples zwischen den zeitlich interpolierten CDS-Aufschlägen für Fremdkapital im Senior-unbesichertem Rang gegenüber den ASW der Hybriden einander gegenübergestellt. Zudem wird der am Markt bezahlte Kreditaufschlag gegenüber dem bankenintern berechneten «fairen Kreditaufschlag» verglichen. Die Differenz wird in der Spalte Spread Pick-up abgebildet. Positive Kreditrisikoprämienaufschläge gegenüber dem internen Bewertungsmodell deuten auf eine tendenziell «günstige» Bewertung hin.

Perpetuel	Emit-	Interpol.	ASW	Mul-	Fair ASW	Spread Pick-
Henkel		23	144	6.3	93	51
Südzucker		32	173	5.4	129	43
Solvay		23	130	5.6	94	36
Vattenfall		19	111	6.0	75	35
Bayer		33	149	4.5	134	15
Linde		46	194	4.2	188	6
Dong		26	110	4.3	105	5
Michelin		33	132	4.0	133	-1
Linde		33	128	3.8	136	-8
Siemens		25	82	3.3	102	-20
Vinci		53	190	3.6	214	-24
General Electric		16	32	2.0	66	-34
Thomson		88	304	3.5	356	-53
Lottomatica		84	250	3.0	341	-91
TUI		<u>238</u>	<u>374</u>	<u>1.6</u>	<u>968</u>	<u>-593</u>
Mittelwert		51.5	166.9	4.1	208.9	-42.2

Tabelle 34 – CDS-Multiplikator-Methode und cheap/rich-Analyse von Hybriden¹⁷⁵

Es muss hinzugefügt werden, dass das damalige Modell weitere Elemente wie die implizierte Rückgewinnungsrate von vorrangig besicherten Anleihen zur Schätzung des fairen Wertes des

¹⁷⁴ Turc, Julien (2007): «Modelling and Pricing Hybrid Bonds», Präsentation am Paris Europlace Financial Forum vom 5. und 6. Juli 2007 als Head of Quantitative Research, Société Générale, Frankreich, S. 20

¹⁷⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an Turc, Julien (2007): «Modelling and Pricing Hybrid Bonds», Präsentation am Paris Europlace Financial Forum vom 5. und 6. Juli 2007, Frankreich, S. 20

Hybriden berücksichtigte. Damals wurde geschlussfolgert, dass bei den 15 analysierten Hybriden das Extensionsrisiko mit 59bp, das Coupon-Stundungsrisiko mit 40bp und die Nachrangigkeit gegenüber anderen Anleihen mit 22bp abgegolten würde.

9.7. Senior- vs. Subordinated-G-Spread-Methode

Da insbesondere Finanzinstitute wie Grossbanken vorrangiges (Senior) und nachrangiges (Subordinated) Forderungskapital emittieren, lassen sich Government-Spread (G-Spread)-Vergleiche zwischen vergleichbaren Anleihen unterschiedlicher Ränge anstellen. Der G-Spread selbst misst grundsätzlich die nominale Renditedifferenz zwischen einer Staatsanleihe und einer Nicht-Staatsanleihe mit vergleichbarer Laufzeit.

In der Praxis bedienen sich Fixed-Income- und Credit-Analysten gerne dieser Vergleiche, so auch Pitt (2016)¹⁷⁶: sie verglich die G-Spreads zehnjähriger Anleihen von grösseren Finanzinstituten mit Investment-Grade-Ratings. Dabei stellte sich heraus, dass die Royal Bank of Scotland (RBS) im Direktvergleich das tiefste Kreditrisikoprämien-Verhältnis zwischen vor- und nachrangigen Anleihen aufwies. Eine Begründung, weshalb die Ratios stark unterschiedlich ausfallen, wird in der Publikation nicht genannt. Zur RBS kann erwähnt werden, dass sie im von der Bank of England (2016)¹⁷⁷ publizierten Stresstest vom 30. November 2016 als einziges Institut dazu aufgefordert wurde, neue Pläne zur Verbesserung der Kapitalausstattung vorzulegen. Denn die harte Eigenkapitalquote fiel im Stressszenario um fast einen Zehntel auf 5.9%. Dies liegt deutlich unter dem von der Bank of England festgelegten «Systemic Reference Point» von 7.3% respektive der CET1 Hurdle-Rate von 6.6%.

Das Verhältnis ausstehender nachrangiger vs. vorrangiger Papiere der Finanzinstitute sowie die Kreditrisikoprämienaufschläge der nachrangigen Papiere in Relation zu den vorrangigen Anleihen können per 30. November 2016 wie folgt grafisch zusammengefasst werden:

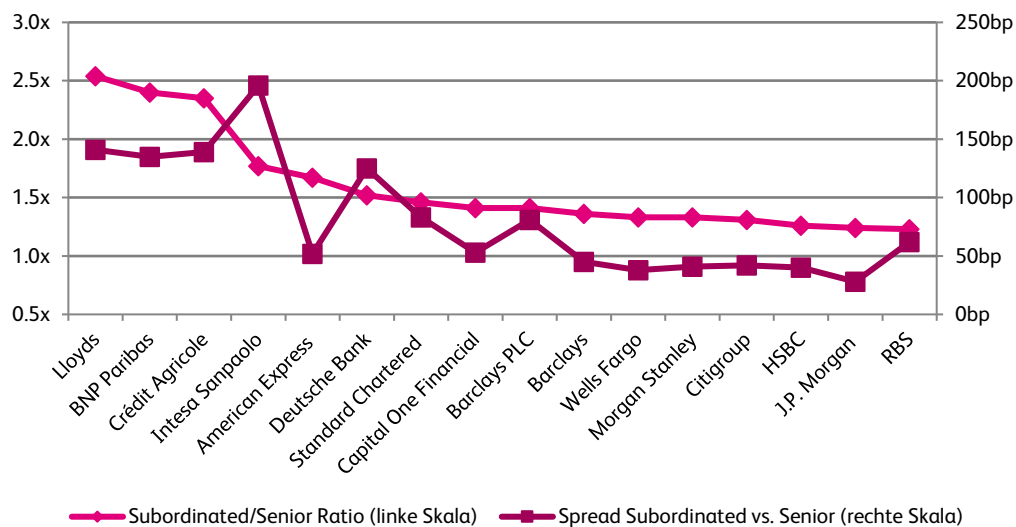


Abbildung 54 – Kreditaufschläge vor- und nachrangiges Fremdkapital Banken (November 2016)¹⁷⁸

¹⁷⁶ Pitt, Louise (2016): «IG European Banks», in *Credit Outlook: Insights into 2017* von Goldman Sachs Global Investment Research, 7. Dezember 2016, S. 60

¹⁷⁷ Bank of England (2016): «Stress testing the UK banking system: 2016 results», URL: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/results301116.pdf> [10.12.2016], S. 46

¹⁷⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Pitt, Louise (2016): «IG European Banks», in *Credit Outlook: Insights into 2017* von Goldman Sachs Global Investment Research, 7. Dezember 2016, S. 60

Es kann an dieser Stelle ergänzt werden, dass G-Spread-Vergleiche per se eine flache Zinsstrukturkurve unterstellen.

9.8. Risk-Premium-Block-Building-Methode

Deufel (2011)¹⁷⁹ berichtete in seiner Arbeit «Pricing Hybrid Bonds» unter anderem vom in der Praxis angewendeten Risk-Premium-Block-Building-Modell. Zum risikofreien Zinssatz werden neben der unternehmerischen Ausfallrisikoprämie (Credit-Risk) zusätzlich drei Hybrid-spezifische Prämien (Extension-/Non-Call-, Deferral- sowie Subordination Risk) unterschieden:

Risk Premia Decomposition	bp
Extension-/Non-Call Risk	50
Deferral Risk	50
Subordination Risk	75
Credit Risk	175
<u>Risk free Rate</u>	<u>300</u>
Total	650

Tabelle 35 – Risikoprämienzerlegung von Hybridkapital¹⁸⁰

Die Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default, PD) wird bei Hybriden als ebenso hoch wie bei vorrangigen Anleihen eingeschätzt, die Rückgewinnungsrate wird jedoch deutlich tiefer simuliert. Dabei stützt man sich primär auf die historischen Rückgewinnungsraten pro Besicherungsstufe:

Lien Position	Distressed Exchange Defaults	Bankruptcies & Payment Defaults
1 st Line Bank Loan	74.8 %	70.2 %
2 nd Line Bank Loan	24.5 %	15.7 %
Senior secured Bond	87.2 %	57.5 %
Senior unsecured Bond	62.2 %	40.7 %
Senior subordinated Bond	60.0 %	30.2 %
Subordinated Bond	33.7 %	n.a.

Tabelle 36 – Insolvenz-Rückgewinnungsraten von Fremdkapital nach Rang¹⁸¹

¹⁷⁹ Deufel, Patrick (2011): «Pricing Hybrid Bonds», Karlsruhe Institute of Technology (KIT), Bachelor Arbeit vom 11. Juli 2011, S. 22

¹⁸⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Deufel, Patrick (2011): «Pricing Hybrid Bonds», Karlsruhe Institute of Technology (KIT), Bachelor Arbeit vom 11. Juli 2011, S. 22

¹⁸¹ Moody's (2011): «Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010», Kommentar vom 28. Februar 2011, S. 6f.

Obwohl dieses Modell einen durchaus sachlogischen Anspruch verfolgt, ist die Abbildung der realen Komplexität nur schwer möglich. So müsste beispielsweise statt einer europäischen Option zur Simulation des Frist-Call-Rechts des Emittenten mit einer Bermuda-Option simuliert werden, da Bermuda-Optionen mehrere Ausübungszeitpunkte adäquat berücksichtigen können. Wie bei der Mehrheit der erläuterten Modelle werden auch hier zahlreiche Annahmen miteinander verknüpft (z.B. CDS wird nur bis zum ersten Call-Date berücksichtigt).

9.9. Regressionsanalyse-Methode

Mit der wachsenden Anzahl von Hybriden ist grundsätzlich mehr Datenmaterial verfügbar. So können heute für über 300 ausstehende Hybride Dummy-Variablen für Eigenschaften wie beispielsweise Deferral-Optionen oder Replacement Capital Covenants definiert werden. Im Sinne einer standardmässigen Multiple-Regression werden danach Signifikanztests durchgeführt. Ziel der Auswertung ist es, herauszufinden, ob gewisse Covenants vom Markt effizient eingepreist werden. Erste Untersuchungen haben gezeigt, dass gerade weniger liquide Hybridmärkte einen verhältnismässig hohen Ineffizienzgrad aufweisen. Selbst beim gleichen Schuldner und vergleichbaren Hybridinstrumenten gibt es je nach Emissionswährung deutliche Unterschiede. So scheinen in USD denominierte Hybride bis dato tendenziell effizienter gepreist als in EUR handelnde Papiere (vgl. Barclays (2014b)¹⁸²). Die Gründe hierfür können vielfältig sein und reichen von unterschiedlichen steuerlichen Rahmenbedingungen der Hauptinvestoren bis hin zu liquiditätsbezogenen Elementen.

Die HSBC (2014)¹⁸³ beobachtet in ihrem Credit Research seit geraumer Zeit die historischen Kreditrisikoprämien der einzelnen Senior, Junior-Unsecured und CoCo Anleihen von europäischen Banken und Versicherern. Sie erstellt dabei eine Matrix mit 30 Anleihen, die die einzelnen CoCos als tendenziell günstig (cheap) bzw. eher teuer (rich) einstuft. Sie vergibt damit einhergehende Kauf-/Verkaufsempfehlungen ab und stützt sich dabei auch auf Kennzahlen wie risikogewichtete Aktiven in Prozent der totalen Assets oder CET1 Ratios.

Per Ende 2015 lagen laut der European Banking Authority (2016)¹⁸⁴ die CET1 Ratios von europäischen Grossbanken auf den unten angezeigten Niveaus. Im Schnitt beträgt das CET1 Ratio per Messzeitpunkt 13.2%. Dies ist eine Steigerung von 2% gegenüber 2014 respektive 4% gegenüber 2011.

¹⁸² Barclays PLC (2014b): «CoCos – growing EUR-USD mispricing», Research Paper per 3. April 2014, S. 1ff.

¹⁸³ HSBC (2014): «European Credit Research», Banks, Publikation vom 21.05.2014, S. 17

¹⁸⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an European Banking Authority (2016a): «2016 EU-wide stress test », Results, 29. Juli 2016, URL: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1532819/2016-EU-wide-stress-test-Results.pdf> [22.12.2016], S. 34

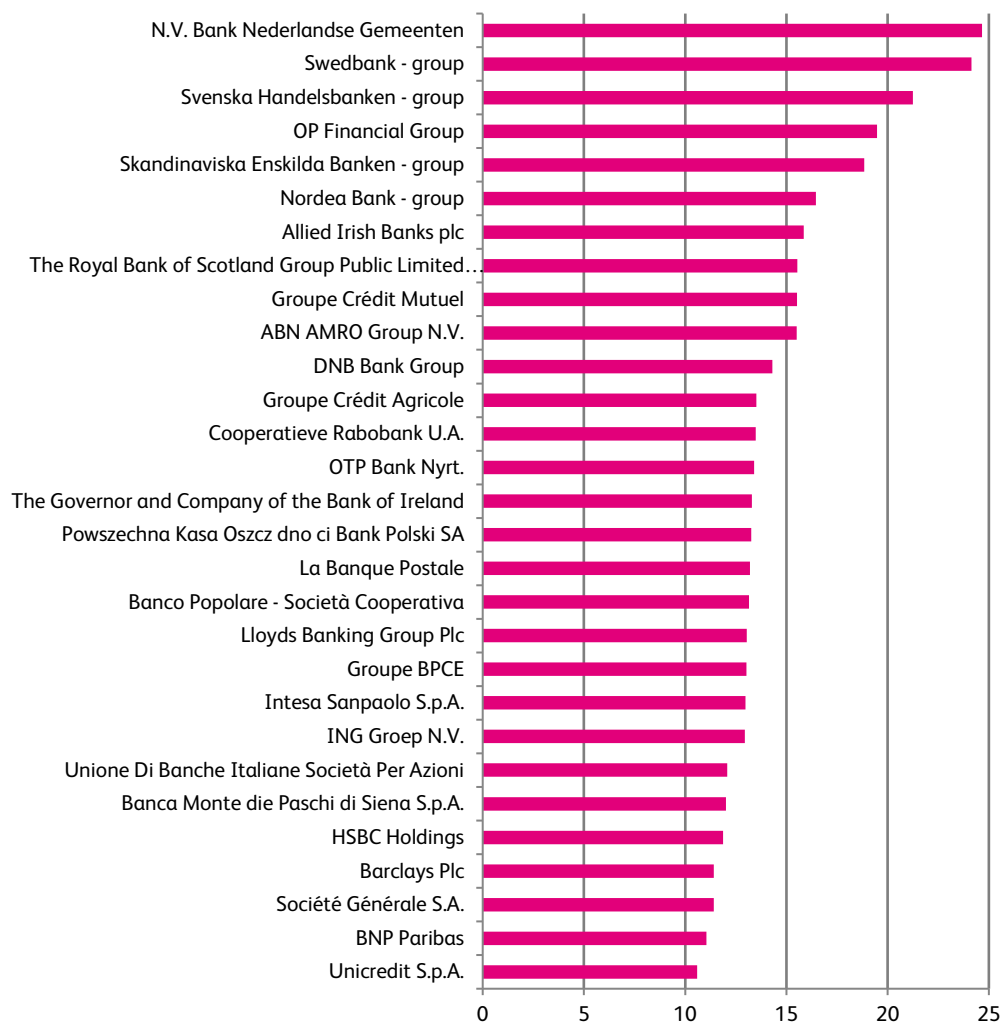


Abbildung 55 – CET1 Ratios von europäischen Grossbanken¹⁸⁵

Auch die Bank Societ  Générale (2016)¹⁸⁶ publiziert eine cheap-/rich Analyse für CoCos. Per Ende September 2016 wurden die am Markt bezahlten Kreditrisikoprämien (Durchschnittspreis 99 %) für AT1 Pflichtwandelanleihen als fair eingestuft (Modellpreis 98 %). Dabei wird folgender negativer Einfluss auf den Preis und damit das pro CoCo spezifische Risiko gesch tzt:

- Coupon Deferral: -9.5 %
- Write-down: -2.3 % for Write-down CoCos, -1.4 % for Conversion to Equity CoCos
- Extension Option: -8.5 %
- Subordination: -4.5 %

In der Praxis stellt sich die Frage nach der Incentivierung eines Calls als einer der wesentlichen Faktoren zur Bewertung eines CoCos bei der ersten Kündigungsmöglichkeit oder in Ausnahmefällen aus Sicht des Emittenten gar bei einer ausserordentlichen frühzeitigen Kündigung. Oft wurden Coupon Step-ups nach einer initialen Phase von mindestens fünf Jahren nach Emission in den Emissionsprospekten verankert, die die Beibehaltung des CoCos aus Emittentenoptik

¹⁸⁵ Eigene Darstellung in Anlehnung an European Banking Authority (2016a): «2016 EU-wide stress test», Results, 29. Juli 2016, URL: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1532819/2016-EU-wide-stress-test-Results.pdf> [22.12.2016], S. 34

¹⁸⁶ Societ  Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», Model vs market prices as of 29 September 2016, S. 1ff.

uninteressant machen. Im Hinblick auf diese Anreizthematik stuften die CRD-IV-Richtlinien diese innovativen CoCos als «nicht qualifizierend» für Eigenkapital ein. Aufgrund der Tatsache, dass gerade in den Anfängen der globalen Finanzkrise ab 2008 zahlreiche CoCos zu zweistelligen Nominalzinssätzen herausgegeben wurden, die nun nach den fünfeinhalb Non-Call-Jahren weitaus günstiger am Markt refinanziert werden können, ist in den Jahren 2016 bis 2019 mit erhöhten Rückzahlungswahrscheinlichkeiten bei CoCos zu rechnen.

Auf individueller CoCo-Ebene wird zur Einschätzung der Call-Wahrscheinlichkeit der Unterschied zwischen Yield-to-next-Call (YtC) vs. Yield-to-Perpetual (YtP) genommen. Société Générale (2016) führt diese Analyse ebenfalls durch. Die Bank verweist auf den Umstand, dass sowohl die bei der Emission gegoltenen als auch die aktuellen Kreditrisikoprämien starken Einfluss auf die oben genannte Vergleichsbasis haben. Dabei wird der Z-Spread (YtC Optik) mit dem Back-End-Spread (YtP Optik) verglichen. Wenn der Z-Spread tiefer ist als der Back-End-Spread, wirkt sich dies relativ zur YtP gesehen negativ auf die YtC aus. Ebenfalls eine wesentliche Rolle spielt die Steilheit der Forward-Swap-Kurve. So schlussfolgern die Research-Analysten von Société Générale: «Je steiler die Kurve, desto attraktiver sieht der YtP gegenüber dem YtC aus». Der genannte Vergleich gibt somit einen Hinweis darauf, ob aus Investorensicht Pflichtwandelanleihen eher auf Basis der YtP oder auf Basis der YtC beurteilt werden sollten.

Des Weiteren spielen Covenants eine wesentliche Rolle bei der cheap-/rich-Regressionsmethode. In Emissionsprospekten von Hybriden kommt beispielsweise häufig der Begriff «Replacement Capital Covenants» (RCC) vor. Dabei handelt es sich um eine rechtsverbindliche Verpflichtung des Emittenten, beim Call bzw. bei der Rückzahlung des alten Hybriden ein vom Charakter her vergleichbares Instrument herauszugeben. Damit soll die Kredit- bzw. Ratingqualität erhalten bleiben. Seit Mitte 2010 wird dabei in der Regel zwischen einer Single-Call- und einer Double- Call-Struktur unterschieden. Während die Single-Call-Struktur nach beispielsweise zehn Jahren einen an den Euribor oder Libor angelehnten variablen Zinssatz inklusive Kreditrisikoprämie und einen vorab definierten Aufschlag vorsieht, wird bei der Double-Call-Struktur ein Kompromiss zwischen den Präferenzen der Emittenten und Investoren erreicht. Nach in der Regel fünf Jahren wird der bisher fixierte Coupon unter Berücksichtigung der neuen Marktverhältnisse (beispielsweise fünfjähriger Swapsatz) sowie einer Kreditrisikoprämie erneut für weitere fünf Jahre fixiert. Erst nach zehn Jahren kommt es analog zur Single-Call-Struktur zum variablen Zinssatz inklusive Coupon-Step-up-Klausel.

Dass selbst professionelle Anleger Mühe mit der Bewertung der heterogen strukturierten CoCos bekunden, zeigt die Untersuchung von Goldman Sachs (2014)¹⁸⁷. Die Analysten befanden, dass es keinen erkennbaren Zusammenhang zwischen Laufzeit (gemessen am erstmöglichen Call-Datum) und Risikoprämie gibt. Deutlich besser erkennbar hingegen ist laut den Analysten von Goldman Sachs der Zusammenhang zwischen dem Trigger-Punkt und der am Markt realisierten Risikoprämie. Grundsätzlich gilt: Je grösser der Kapitalpuffer zum Abschreibungs-Trigger-Punkt, desto geringer die am Markt erzielbare Rendite.

«Selbst professionelle Anleger bekunden Mühe mit der Bewertung der heterogen strukturierten CoCos.»

9.10. Herausforderungen beim Absichern von Pflichtwandelanleihen

Die Herausforderungen beim Absichern von Pflichtwandelanleihen sind vielfältig. Eine wesentliche Frage hierbei ist, an welchem Bewertungsmodell sich ein Investor beim Hedging orientiert. Je nach Modellselektion kommen andere Bewertungsparameter, Umsetzungsstrategien und Instrumente in Frage. Sofern ein Emittent einer Pflichtwandelanleihe über eine kotierte Aktie verfügt, wird der approximative Delta-Hedge in der Praxis oft durch das Eingehen von Short-Positionen der zugrundeliegenden Aktie erzielt. Dies stellt jedoch nur eine approximative

¹⁸⁷ Goldman Sachs (2014): «Global Financials Strategy», Investorenpräsentation für qualifizierte Investoren, 21. Februar 2014, S. 11

Absicherungsstrategie dar, da CoCos weitere Risiken, wie beispielsweise das Verlängerungsrisiko oder das Coupon-Stundungsrisiko, beinhalten, die einen Einfluss auf die Sensitivität der Pflichtwandelanleihe gegenüber der Aktie haben. Verfügt ein Emittent nicht über eine kotierte Aktie, wird in der Praxis oft ein kreditbasierter Ansatz verfolgt. Beispielsweise können Risiken am Markt für Credit Default Swaps (CDS) abgesichert werden. Bei Absicherungsstrategien mit Optionen müssen weitere Annahmen hinsichtlich Volatilitätsstrukturkurven und deren Dynamik berücksichtigt werden.

Generell kann festgehalten werden, dass sich die Hauptertrags- sowie Risikokomponente aus dem Aktienwandelungsrisiko bzw. Abschreibungsrisiko ergibt. Jüngste Marktbeobachtungen zeigen, dass institutionelle Investoren Mühe bei der Absicherung von CoCo-Risiken via CDS oder Out-of-the-Money-Put-Optionen auf die Aktien des CoCo-Emittenten haben. Denn ein adäquater Hedge von unterschiedlich besicherten nachrangigen Anleihen via CDS entpuppt sich aufgrund der verschiedenartigen Kurssensitivitäten als schwierig. Nachdem beispielsweise der angeschlagene niederländische Finanzdienstleister SNS Reaal im Jahr 2013 als kleinster der als systemrelevanten Banken definierte Konzern für Gesamtkosten von EUR 3.7 Mia. staatlich gerettet werden musste, verloren darüber hinaus CDS im Rahmen des Pflichtwandelanleihe-Hedgings an Glaubwürdigkeit. Mitfinanzieren sollten die Rettungsaktion die beiden Banken ING und ABN Amro, die zuvor ihrerseits durch die Steuerzahler gerettet worden waren. Investoren, die sich gegen einen Kollaps der holländischen SNS Reaal via CDS abgesichert hatten, erhielten trotz Verluste der Aktie von über 96 % seit 2007 und der Verstaatlichung keine Ausgleichszahlung. Denn ein Kreditausfall-Event fand gemäss gängigen ISDA-Bestimmungen nicht statt. Nun fordern Marktteilnehmer Anpassungen der ISDA-Bestimmungen sowie eine Sub-CDS-Klasse zur Absicherung von CoCo-Kreditrisiken. Bisher gibt es jedoch noch keine Einigung über die zentrale Frage, was genau einen Kreditausfall-Event bei den heterogen ausgestatteten CoCos ausmacht.

Gallo (2011)¹⁸⁸ stellte in seinem Research Paper ein CoCo Preismodell vor und erstellte im Zuge dessen diverse Sensitivitätsanalysen. Diese Erkenntnisse sind bei der Durchführung von Absicherungsstrategien wesentlich. Zugleich wurde auch anhand eines effektiv verfügbaren Beispiels, eines damals ausstehenden Lloyds CoCo, eine Modellkalibrierung vorgenommen, um danach Sensitivitäten des CoCos gegenüber dem CDS sowie der Aktie während des Ausbruchs der globalen Kredit- und Finanzkrise aufzeigen zu können.

Folgende Aussagen fassen seine wesentlichen Befunde zusammen:

- erwartungsgemäss zieht die Korrelation zwischen den Solvabilitätskennzahlen und dem Aktienkurs einer Bank unter Markt-Stress erheblich an.
- modellbasiert reagieren CoCos erst bei erheblichen Aktienkurseinbrüchen mit Abschlagen. Die Korrelation zur Aktienmarktbewegung nimmt mit dem Marktstress überproportional zu.
- das Delta springt im obig umschriebenen Bereich (Tail-Risk) sprunghaft an.

«Marktteilnehmer fordern Anpassungen der ISDA-Bestimmungen sowie eine Sub-CDS-Klasse zur Absicherung von CoCo-Kreditrisiken.»

Es muss hervorgehoben werden, dass die heute vorliegenden Befunde, die eine empirische Regibilität von Hybriden und insbesondere auch Contingent Convertibles betreffen, auf relativ kurzen Zeitreihendaten (in der Regel ab 2010) basieren. Es ist davon auszugehen, dass weitere Forschungsarbeiten zur Entwicklung von adäquaten Pricing- und Hedging-Modellen notwendig sein werden.

¹⁸⁸ Gallo, Giorgio (2011): «Contingent Capital: Pricing and Risks», SSRN Datenbank, S. 1ff.

9.11. Resümée

Black-Scholes Modelle lassen unter der konstanten Volatilitätsprämisse ein faires Pricing im Moment nur beschränkt zu, da die implizite CoCo-Trigger-Wahrscheinlichkeit über die Zeit dynamisch ist. Bemerkenswert daran ist, dass bei der Modellierung von CoCo-Preisen Tail-Risiken im Vordergrund stehen, in der Zone also, wo herkömmliche Modelle am verletzlichsten sind. Ein in diesem Zusammenhang vielzitiertes Modell¹⁸⁹ ist das stochastische Optionspreismodell von Heston (1993)¹⁹⁰. Es berücksichtigt Tail-Events von Aktienrenditen adäquat. Das Modell wurde seither von verschiedenen Forschern erweitert, doch ein Erweiterungsraster für die adäquate Berücksichtigung von bei Hybriden üblichen Covenants wurde bisher noch nicht entwickelt. Monte-Carlo-Simulationen können je nach Kalibrierung akkurate Ergebnisse liefern^{191, 192}.

Die Heterogenität hybrider Papiere liess die Entwicklung eines umfassenden, flexibel einstellbaren und dennoch stabilen Hybrid-Bewertungsmodells bis dato als schwierig erscheinen. Deshalb wird davon ausgegangen, dass in den kommenden Jahren noch weitere Bewertungsansätze erscheinen werden. Viele Analysten behelfen sich derzeit mittels Peer-Group-Analysen, sprich dem relativen Vergleich von ähnlich strukturierten Hybriden vergleichbarer Schuldner, was uns zur CDS-Multiplier-Methode führt.

Um ein holistisches Modell erschaffen zu können, müssten wohl weitere Inputfaktoren in die Modelle integriert werden. Dazu würden neben diversen Proxies wie Systemrelevanz/G-SIB-Zugehörigkeit oder Kompatibilität mit regulatorischen Richtlinien wie CRD IV / CRR oder Basel III auch qualitative Elemente wie die politische Position eines Landes gegenüber (systemrelevanten) Unternehmen oder das nationale Recht im Sinne des Trigger-Mechanismus gehören. Die adäquate Abbildung der mannigfaltigen Ausgestaltungsformen von Covenants wird dabei wohl die primäre Herausforderung bleiben. Beginnend beim Absorptionsmechanismus (Equity Conversion vs. Write-off) über das Hinzufügen exotischer Optionen (Bermuda-Option für die Modellierung verschiedener Ausübungszeitpunkte) bis hin zur adäquaten Abbildung einer Call-Wahrscheinlichkeit beispielsweise durch Z-Spread¹⁹³ vs. Back-End-Spread-Analysen wird es somit einige Stolpersteine geben. Hinzu kommt, dass Hybride aufgrund ihrer mässigen Handelsvolumen aus ökonomischer Perspektive zusätzlich eine Liquiditätsprämie abwerfen sollten, die je nach Währungspaar, nochmals unterschiedlich in Persistenz und Höhe ausfallen dürfte.

Mit den oben erläuterten Bewertungsmöglichkeiten kann heute bereits eine Approximation eines fairen Marktpreises von CoCos und generell von Hybriden bestimmt werden. Es ist davon auszugehen, dass sowohl die Industrie als auch die Forschung in den kommenden Jahren noch Erweiterungen und Verfeinerungen von standardisierten Bewertungsmodellen hervorbringen werden.

«Mit den oben erläuterten Bewertungsmöglichkeiten kann heute bereits eine Approximation eines fairen Marktpreises von CoCos und generell Hybriden bestimmt werden. Es ist davon auszugehen, dass sowohl die Industrie als auch die Forschung in den kommenden Jahren noch Erweiterungen und Verfeinerungen von standardisierten Bewertungsmodellen hervorbringen werden.»

¹⁸⁹ Poon, Ser-Huang (2011): «The Heston Option Pricing Model», The University of Manchester, S. 1ff.

¹⁹⁰ Heston, Steven L. (1993): «A Closed-Form Solution for Options with Stochastic Volatility with Applications to Bond and Currency Options», The Review of Financial Studies, 1993, S. 327–343

¹⁹¹ Heer, Dominik (2011): «Pricing Contingent Convertible Bonds - A Monte Carlo Simulation Approach», Masterarbeit Universität St. Gallen 2011, S. 1ff.

¹⁹² Jung, HyeYoon (2012): «Pricing of Contingent Convertibles», Working Paper, Wharton Research Scholars, University of Pennsylvania, S. 21ff.

¹⁹³ Der Z-Spread bezeichnet den konstanten Wert, der auf die laufzeitspezifische als risikofrei definierte Zero Rate aufaddiert werden muss, damit der Barwert der Unternehmensanleihe zu einem vordefinierten Zeitpunkt, der sich durch Diskontierung der zukünftigen Couponzahlungen und der Nennwertzahlung mit dem risikofreien Zinssatz und dem Z-Spread ergibt, dem tatsächlichen Marktpreis zum besagten Zeitpunkt entspricht.

Definition in Anlehnung an Gann, Philipp und Laut, Emelie (2008): «Einflussfaktoren auf den Credit Spread von Unternehmensanleihen», Discussion Paper Juni 2008, Universität München, S. 11

10. Risikoappetit von Investoren

Aufgrund der drastisch gesunkenen Ausfallrisikoprämien von 2011 gegenüber 2016, der per Ende 2016 stattgefundenen Bankenrettungen in Italien und einem primär in Zentraleuropa weiter gesunkenen Realzinssatz sind insbesondere Fixed-Income-Investoren auf der Suche nach Zusatzprämien. Untenstehende Beispiele zeigen exemplarisch auf, dass der Risikoappetit von Investoren im seit 2012 herrschenden Marktumfeld tendenziell zugenommen hat.

10.1. Investoren auf der Suche nach der Zusatzprämie

Die zahlreichen in Hybriden verbauten Optionalitäten sowie die damit verbundenen Unsicherheiten verlangen nach einer ökonomischen Risikoprämie. Die Zerlegung der Gesamtrendite in unternehmensspezifisches Risiko (Senior Spread gegenüber Asset Swap Spread), Nachrangigkeit im Insolvenzfall (Subordinated Premium) und der eigentlichen Hybridprämie zeigt auf, dass letztere den Löwenanteil der Investorenkompensation darstellt, die für Covenants wie beispielsweise Coupon-Stundung, Call-Risiken sowie Rückzahlungs- bzw. Wiedieranlagerisiken entschädigt. Auch Event-Risiken, wie beispielsweise Änderungen der Spielregeln durch den Regulator oder Ratingagenturen sowie Änderungen bei der steuerlichen, länderspezifischen Akzeptanz müssen via Zusatzprämie abgegolten werden.

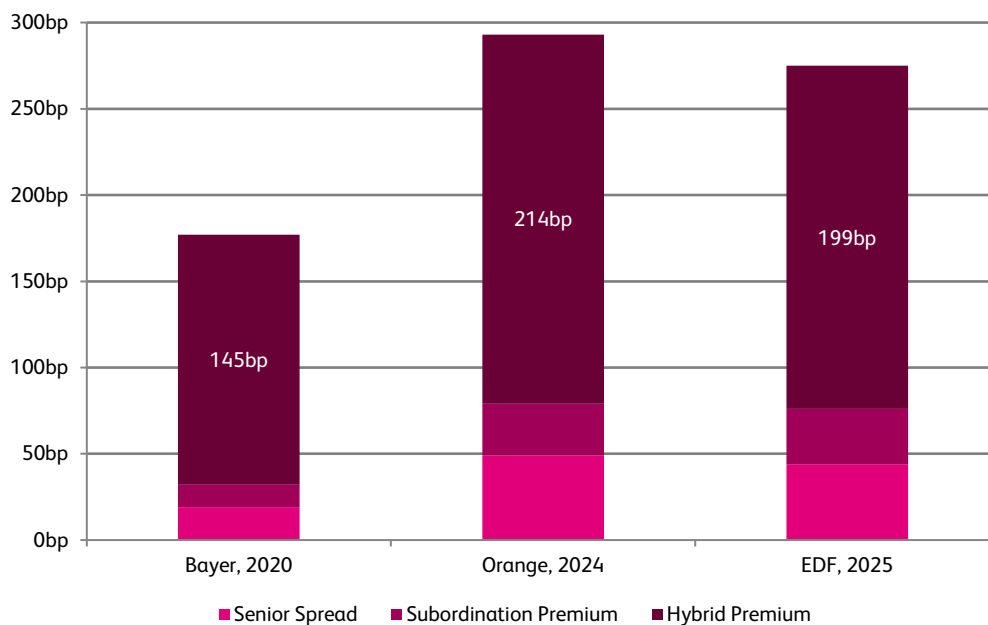


Abbildung 56 – Dekomposition von Non-Financial Hybrid-Prämien (in Bp)¹⁹⁴

«Die Marktbeobachtungen der letzten acht Jahre zeigt auf, dass opportunistisches Handeln durch Emittenten von Investoren nicht akzeptiert wird.»

¹⁹⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank (2015): «Opportunities in Hybrid Bonds», Produktpräsentation im März 2015, Daten Bloomberg, S. 7

Rückblickend kann zusammengefasst werden, dass Hybrid-Emittenten selbst in schwierigen Marktphasen bis dato kaum von ihren Rechten wie beispielsweise den Coupon-Stundungen Gebrauch gemacht haben, weil der mittelfristige negative Reputations- und Refinanzierungseffekt den kurzfristigen finanziellen Vorteil wohl überstiegen hätte.

Die Entwicklung der oben genannten Zusatzprämie lässt sich anhand der zwei von BofA Merrill Lynch zur Verfügung gestellten Indizes «The BofA Merrill Lynch Euro Corporate Senior Index» und «The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial Subordinated Index» abbilden. Sie enthalten nachrangige Unternehmensanleihen aus der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU).

In der ersten Grafik wird der Spread-to-Worst aller im Index enthaltenen vorrangigen (Senior) sowie nachrangigen (Subordinated, inklusive Hybride) Anleihen gegenüber dem Basiszinssatz von Staatsanleihen abgebildet (30. November 2006 bis 30. November 2016). In der zweiten Grafik wird der relative Kreditrisikoprämienaufschlag zwischen den nachrangigen und den vorrangigen Anleihen ausgewiesen. Er bewegte sich in der zehnjährigen Beobachtungszeitphase im Median bei 163,5 Basispunkten und im Durchschnitt bei 173 Basispunkten (Minimum: 68 / Maximum: 454). Per 30. Oktober 2016 lag er bei 154 Basispunkten. Dies stellt den zuvor beschriebenen Risikoprämienaufschlag für die Nachrangigkeit sowie für die verschiedenen Covenants bei Hybriden dar.

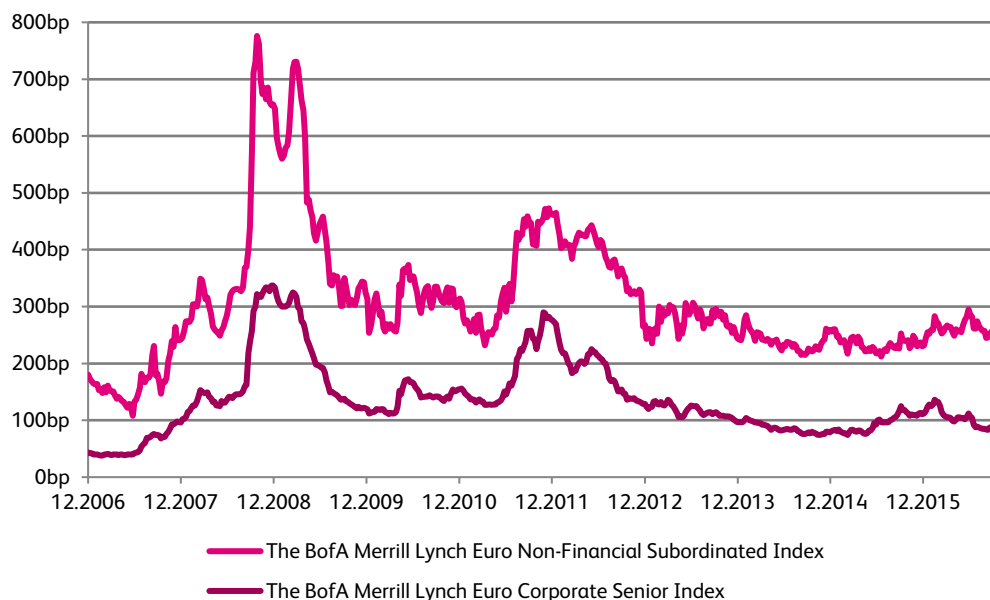


Abbildung 57 – Entwicklung Senior vs. Subordinated Kreditrisikoprämien von Non-Financials (in Bp)¹⁹⁵

¹⁹⁵ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg



Abbildung 58 – Entwicklung Differenz Senior vs. Subordinated Kreditrisikoprämien von Non-Financials (in Bp)¹⁹⁶

Auf globaler Ebene lässt sich anhand von zwei weiteren Indizes auch ein Kreditrisikoprämienvergleich zwischen Hybridemittenten mit Investment Grade sowie Hybridemittenten mit High-Yield- Status anstellen:

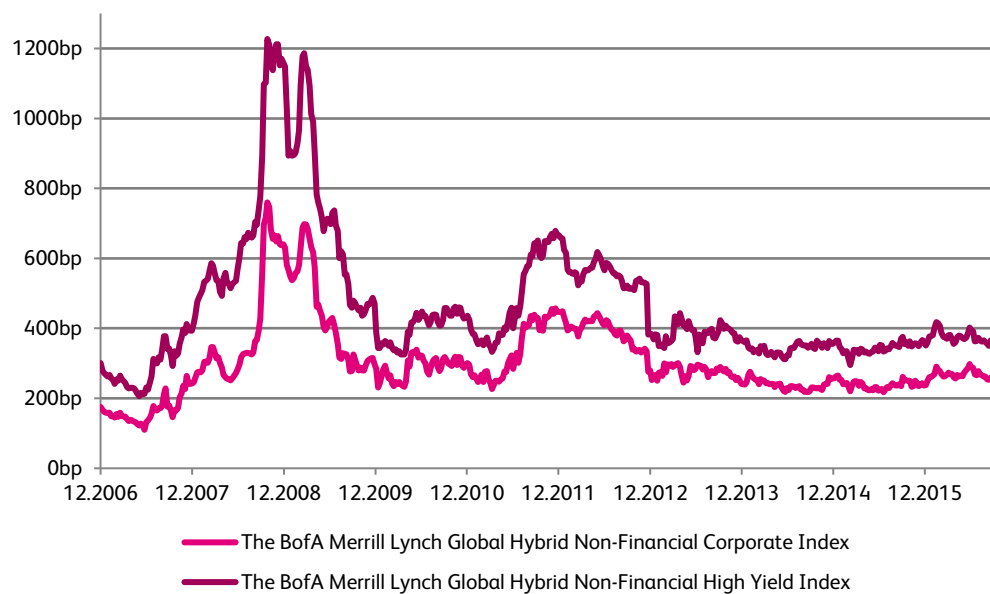


Abbildung 59 – Entwicklung Kreditrisikoprämien IG und Non-IG von Non-Financials (in Bp)¹⁹⁷

¹⁹⁶ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁹⁷ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Es wird ersichtlich, dass am Markt im Median 128 Basispunkte und im Durchschnitt 160 Basispunkte höhere Kreditrisikoprämien für Hybride von Non-Investment-Grade-Emittenten gegenüber Investment-Grade-Emittenten bezahlt wird. Zudem liegt der Kreditrisikoprämienaufschlag auf globaler Ebene erheblich höher als in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU). Dies ist primär auf die unterschiedliche Gewichtung der Sektoren im Index zurückzuführen. Gerade der im globalen Index höher gewichtete Energiesektor musste im Marktumfeld 2015 und 2016 erhöhte Risikoprämien bezahlen.



Abbildung 60 – Entwicklung Differenz Kreditrisikoprämien IG vs. Non-IG von Non-Financials (in Bp)¹⁹⁸

10.2. Umverteilungseffekte des tiefen Zinsniveaus

Das Niveau der heutigen Zinsstrukturkurven von Staaten mit schwacher wirtschaftlicher Entwicklung ist auf historische Tiefstände gefallen. Ehemalige PIIGS-Staaten wie Spanien oder Italien bezahlten gegenüber deutschen Bundesanleihen für ihre zehnjährigen Staatsanleihen im Juni 2016 weniger als 150bp Kreditrisikoprämienaufschlag. Die verhältnismässig tiefe Zinsbelastung entlastet Staatshaushalte und führt zu zahlreichen Umverteilungseffekten. Der Studie «QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks» von McKinsey (2013)¹⁹⁹ zufolge konnten allein die Staaten der Eurozone inklusive Vereinigtes Königreich sowie USA durch den tiefen Zinsendienst und die Gewinne der Notenbanken in den Jahren 2007 bis 2012 rund USD 1.6 Bio. einsparen. Auch bei der Betrachtung des Zinsaufwandes des Bundes konnte rund ein Drittel (2007: CHF 3.6 Mia. vs. 2012: CHF 2.4 Mia.) eingespart werden. Trotz dieser Entlastung haben viele hochverschuldete Staaten die Gunst der Stunde nicht oder zu wenig genutzt, um ihre Schuldenstände zu verringern. Gleichzeitig schreibt McKinsey, dass die privaten Haushalte in der gleichen Periode rund USD 600 Mia. an Zinsen verloren haben.

«Viele warnen vor den beobachtbaren (Fehl-) Entwicklungstendenzen, die das QE hervorbringt. Gleichzeitig ist man froh um die verhältnismässig tiefe Zinsbelastung der aufgebauten Schuldenberge.»

¹⁹⁸ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

¹⁹⁹ Mc Kinsey (2013): «QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks», Discussion Paper vom November 2013, S. 1ff.

Die Umverteilungseffekte von Sparern hin zu Schuldnern sind zwischenzeitlich als erheblich einzustufen. Berücksichtigt man die Tatsache, dass in der Schweiz eine relativ hohe hypothekarische Verschuldung pro Kopf besteht, hat die Expansion der Immobilienpreise die Zinsverluste auf Haushaltsebene überkompensiert. Zu bedenken bleibt, dass der aktuell bestehende finanzielle Freiraum zahlreicher Haushalte bei künftig ansteigenden Zinsen wieder kleiner werden dürfte. So verwundert es nicht, dass die Schweizerische Nationalbank (2016)²⁰⁰ wiederholt vor mittelfristigen Ungleichgewichten am Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt warnte. Denn insbesondere im direkten Vergleich zu klassischen Anleihen scheinen Immobilien für renditesuchende Marktteilnehmer attraktiv zu sein. Dies liess gemäss Credit-Suisse-Publikation «Schweizer Immobilienfonds – Kennzahlen» auch die an der Schweizer Börse gehandelten Agios von kotierten Anlagefonds auf 31.6 % am 30. Januar 2015 ansteigen. Hinzu kommt, dass das rekordtiefe Zinsumfeld Anreize für Finanzinstitute bietet, höhere Zins- und Kreditrisiken einzugehen. Vor diesem Hintergrund sind die beobachtbaren (Fehl-)Entwicklungstendenzen künstlich tiefer Zinsen im Sinne der langfristigen Systemstabilität als tendenziell kritisch zu betrachten.

10.3. Ausfallrisikoprämien 2011 vs. 2016

Wie im vorangegangenen Kapitel erwähnt, senkten die Zentralbanken mit den gemeinsamen Zinssenkungen und den Quantitative-Easing-Programmen ab Oktober 2008 das nominale Zinsniveau in vielen Industriestaaten stark. Dies hatte auch aufgrund tieferer Fremdkapitalkosten eine entlastende Wirkung auf die Staatshaushalte. Mit den damit stark rückläufigen Ausfallrisikoprämien wurde auch der Anlagenotstand von Fixed-Income-Investoren insbesondere in den Industriestaaten immer grösser. Auf der Suche nach Fixed-Income-Alternativen sowie der immer transparenter gewordenen Handhabung der damals noch jungen Fixed-Income-Sub-Assetklasse durch Regulatoren und Ratingagenturen, erlebte Hybridkapital ab 2011 eine starke Emissionsbelebung. Der Wechsel von vorrangigen hin zu nachrangigen Fremdkapitalinstrumenten und damit auch einer höheren Komplexität und tieferen Liquidationswerten wurde dabei durch Investoren in Kauf genommen.

Im Sinne des tendenziell gestiegenen Risikoappetits von Fixed-Income-Investoren und deren Beurteilung von Ausfallrisiken zeigt die nachstehende Grafik die Veränderung der fünfjährigen Kreditrisikoprämien am liquiden Credit-Default-Swap (CDS) Markt von 23 entwickelten Ländern zwischen dem 29. November 2011 und 29. November 2016. Nur zwei der 23 untersuchten Industriestaaten (Hong Kong und Norwegen) müssen heute marginal höhere Kreditrisikoprämien bezahlen als noch vor fünf Jahren. Am stärksten profitiert haben neben Island auch die PIIGS (Portugal, Italien, Irland, Griechenland, Spanien)-Staaten, die während der Finanzkrise die höchsten Renditeaufschläge für staatliche Refinanzierungen bezahlen mussten. Im Jahr 2010 war Portugal beispielsweise vom Kapitalmarkt abgeschnitten. Der Staat refinanzierte seine Schulden aus dem Euro-Rettungsschirm. Im April 2014 kehrte Portugal erfolgreich an den Kapitalmarkt zurück und emittierte zehnjährige Staatsanleihen zu einer Verfallsrendite von 3.58 % im Rahmen von EUR 750 Mio. Doch auch bei dieser Rückkehr hatte die EZB massgeblichen Einfluss. Denn die Emission lief deshalb so erfolgreich, weil die EZB ein gutes BBB-Rating der kleinen kanadischen Ratingagentur DBRS zugelassen hatte. Laut der EZB-Richtlinie ECB/2014/10 ist das beste Rating entscheidend. Erst dadurch wurden die portugiesischen Staatsanleihen von Notenbanken als Kreditsicherheit akzeptiert.

Die nachfolgende Grafik zeigt sowohl die CDS-Sätze von Industriestaaten vom 29. November 2016 als auch deren Veränderung gegenüber dem 29. November 2011. Aufgrund der gewählten Skalierung können die Werte für Griechenland nicht mehr abgelesen werden. Der am 29. November 2016 gemessene CDS lag bei 1'000.9 Basispunkten, die Veränderung in der gemessenen Zeitperiode lag bei -7'778.5 Basispunkten.

²⁰⁰ Schweizerische Nationalbank (2016c): «Geldpolitische Lagebeurteilung vom 15. Dezember 2016», URL: http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20161215/source/pre_20161215.de.pdf [17.03.2017], S. 2

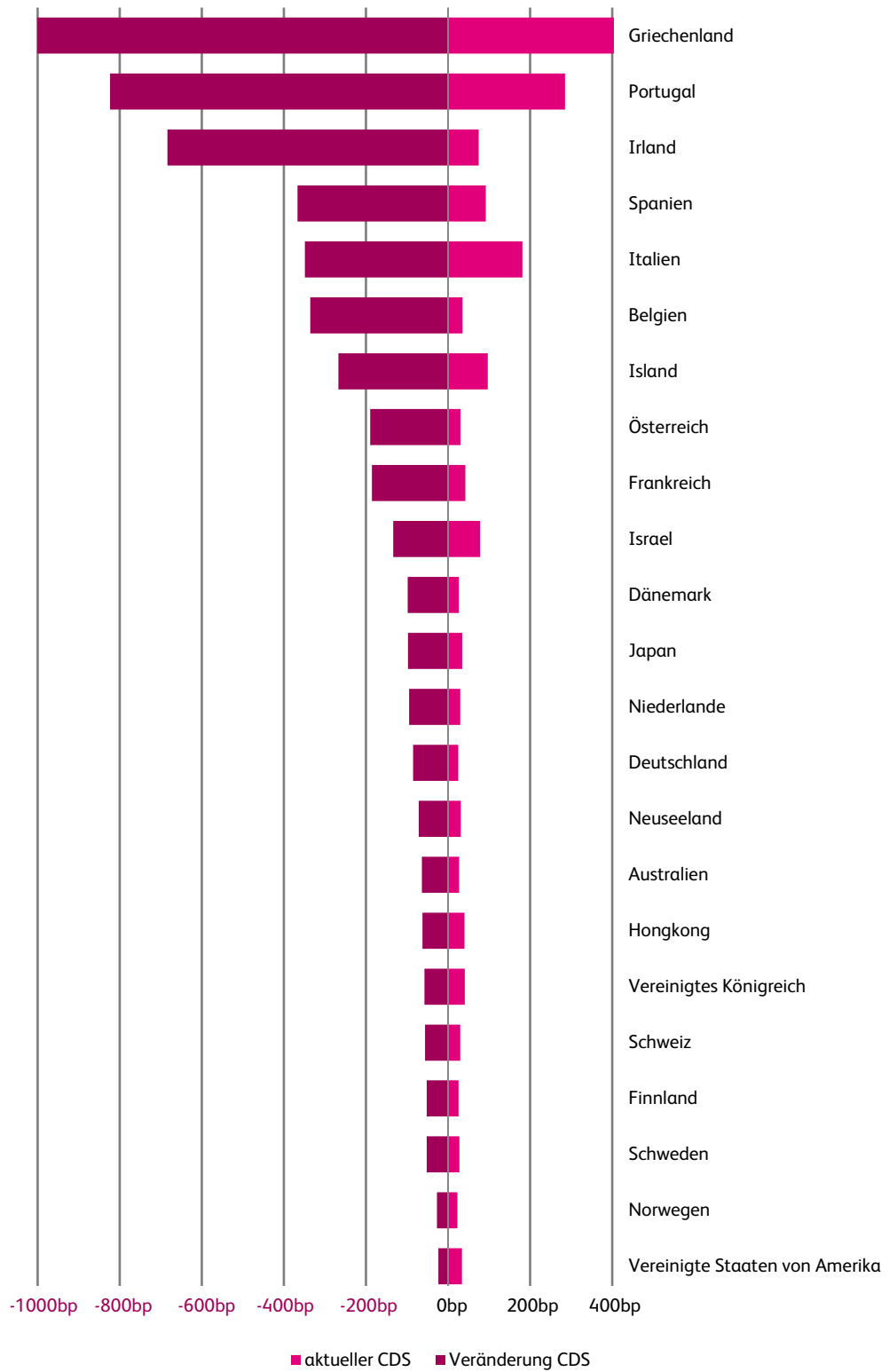


Abbildung 61 – Entwicklung Credit Default Swap Sätze Industriestaaten 2011 vs. 2016²⁰¹

²⁰¹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Die heute am Markt gehandelten Ausfallwahrscheinlichkeiten implizieren, dass das Ausfallrisiko (Probability of Default, PD) der unten dargestellten Industriestaaten per 29. November 2016 gegenüber der vergangenen fünf Jahre stark zurückgegangen ist. Im Median nämlich um -72.6% und im Durchschnitt um gar -83.8%. Bei der Berechnung wurde ein Liquidationswert von 40% des Nominalkapitals unterstellt.

Fünffährige Betrachtung	29.11.2011	29.11.2016	Δ	Δ in %
Median	125.0bp	34.3bp	-90.7bp	-72.6%
PD Median	10.1%	2.9%	-7.2%	-
Mittelwert	620.3bp	100.4bp	-519.9bp	-83.8%
PD Mittelwert	41.2%	8.2%	-33.0%	-

Tabelle 37 – Fünffährige Ausfallrisiken von Industriestaaten 2011 vs. 2016²⁰²

«Von 2011 bis 2016 ist die am CDS Markt gehandelte Ausfallwahrscheinlichkeit von 23 Industriestaaten im Durchschnitt um 83.8% gefallen. Auf der Suche nach Rendite sind gerade Fixed-Income-Investoren in risikobehaftetere Sub-Assetklassen umgestiegen.»

Die möglichen Begründungen sind zahlreich, gehen aber immer wieder auf die globalen Interventionen der Nationalbanken zurück. Beim Beispiel Italien (-349.1bp) gibt es jedoch durchaus Fragen zur aktuellen Markteinschätzung. Denn gemäss Schiffhauer (2016)²⁰³ gelten von den EUR 348 Mia. problematischer Kredite im italienischen Bankensystem rund EUR 210 Mia. als notleidend. Seinen Berechnungen zufolge beläuft sich die Finanzierungslücke nach Berücksichtigung von Rückstellungen auf EUR 86 Mia. respektive fünf Prozent des italienischen BIP.

10.4. Notleidende Kredite in Italien

Der italienische Bankensektor verzeichnete im Jahr 2016 starke Kursabschläge. So resultierte beispielsweise ein Total Return in EUR von -59.9% bei UniCredit, -29.7% bei Intesa Sanpaolo und -87.7% bei der Banca Monte dei Paschi di Siena vom Beginn des Jahres bis zum 28. November 2016. Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass die Non-performing Loans (NPL) von 5.5% im Jahr 2007 auf einen neuen Höchstwert von rund 18% gegen Ende 2016 angestiegen waren, überrascht diese Aktienperformance nicht. Italiens NPLs sind knapp viermal so hoch wie die NPLs im EU-Durchschnitt. Hinzu kommt, dass der laut der Europäischen Bankenaufsicht (European Banking Authority, EBA)²⁰⁴ geschätzte Deckungsgrad der NPLs durch Rückstellungen unter 50% zu liegen kommt. Gemäss Murphy und Romei (2016)²⁰⁵ willigte die EU am 27. Januar 2016 in den Verkauf von NPLs italienischer Banken an private Investoren ein. Diese

²⁰² Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

²⁰³ Schiffhauer, Beat (2016): «Italiens Bankensystem – Die Achillesferse Europas?», market fokus vom 12. Juli 2016, S. 1ff.

²⁰⁴ Aebersold Szalay, Claudia (2016): «Europas Bankenbranche auf wackligen Beinen», NZZ Artikel vom 20. Juli 2016, URL: <http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/europas-bankenbranche-auf-wackligen-beinen-italien-ist-nicht-allein-ld.106608> [28.11.2016], S. 1ff.

²⁰⁵ Murphy, Hannah und Romei, Valentina (2016): «How Italy's bad loans built up», Financial Times vom 28. Januar 2018, S. 1ff.

betragen gemäss den beiden Autoren gegen 21 % des italienischen Bruttoinlandprodukts, respektive EUR 350 Mia. per Ende 2014. Für die Jahre 2015 und 2016 veränderten sich die Gröszenordnungen unwesentlich. Dabei verteilen sich die NPLs auf die aufgeführte Bankensegmentierung wie folgt:

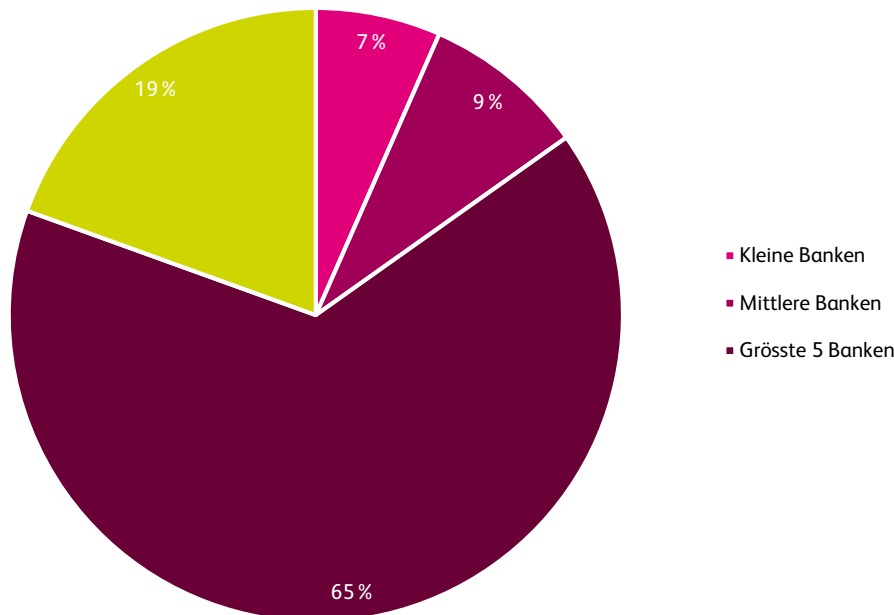


Abbildung 62 – Non-performing Loans nach Bankengrösse²⁰⁶

Laut einer von Murphy und Romei (2016) zitierten Studie von Standard & Poor's Capital IQ sind die drei Banken UniCredit mit EUR 85 Mia., Intesa Sanpaolo mit EUR 63 Mia. und die Banca Monte dei Paschi di Siena mit EUR 24 Mia. am stärksten betroffen. UniCredit, die einzige G-SIB (Global Systemically Important Banks)-Bank Italiens, verkündete bereits am 11. November 2015 einen Stellenabbau von 143'000 auf 125'000 bis zum Jahr 2018. Die Entlassungen sollen Einsparungen im Rahmen von EUR 1.6 Mia. generieren. Die Banca Monte di Paschi, die bereits im EU-Bankenstresstest im Juli 2016 als gefährdet hervorging, will im Rahmen einer Kapitalerhöhung von EUR 5 Mia. Fremdkapital in Eigenkapital umwandeln. Denn das seit 2016 in Kraft getretene Single-Resolution-Regime verlangt die Beteiligung von Gläubigern und Aktionären, bevor es zu einer Staatsbeteiligung kommen kann. Onaran (2016)²⁰⁷ geht davon aus, dass das italienische Bankensystem Rückstellungen im Umfang von EUR 52 Mia. benötigt, um 75 % der tiefsten und 40 % der restlichen NPLs zu decken.

10.5. Insolvenzregime im Überblick

Aufgrund der Tatsache, dass sowohl der Markt für High-Yield-Instrumente und somit auch der Markt für die Mehrzahl der Hybridpapiere sowohl in den USA als auch in Europa volumemässig stark angestiegen ist, tun Investoren gut daran zu verstehen, in welchem Insolvenzregime sie sich befinden.

Ab 2014 konnte weltweit im Rahmen der erstarkten Börsen beobachtet werden, dass die Leverage Ratios der «Junk-Unternehmen» im Schnitt wieder stiegen und die Covenants primär

²⁰⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Murphy, Hannah und Romei, Valentina (2016): «How Italy's bad loans built up», *Financial Times* vom 28. Januar 2018, S. 1ff.

²⁰⁷ Onaran, Yalman (2016): «Italy Bank Rescue Won't Fill \$54 Billion Hole on Their Books», *Bloomberg Publikation* vom 21. Dezember 2016, URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-21/italy-bank-rescue-won-t-fill-54-billion-hole-on-balance-sheets> [22.12.2016], S. 1ff.

in den USA wieder weniger strikt ausgelegt wurden. Im Sinne von Global Capital, Local Laws wies FitchRating (2014)²⁰⁸ bereits im Februar 2014 darauf hin, dass es für Unternehmen erhebliche Unterschiede zwischen den beiden Insolvenzregimen USA und Europa gibt. Im Kern kann gesagt werden, dass in den USA die Chapter-11-Unterstellungsmöglichkeit für Unternehmer als Privileg zur Sanierungsmöglichkeit und Rehabilitation des Unternehmens interpretiert wird. In Europa wird bis dato versucht, durch eine rechtzeitige Insolvenzantragsstellung einen hohen Gläubigerschutz zu gewähren. Die Ratingagentur berichtete dabei sinngemäss, dass in Europa mehr und mehr US-Insolvenzelemente zur Rehabilitation eines Unternehmens übernommen wurden, im Detail jedoch immer noch substanzielle Unterschiede bestünden. Dieser Umstand könnte Hinweise darauf geben, weshalb hybride Instrumente aus dem US-Raum andere Risikoprämien gegenüber äquivalenten Papieren aus der Eurozone aufwiesen. Hier wäre weitere Forschung notwendig.

10.5.1.USA

In den USA unterscheidet man grundsätzlich zwischen den zwei Insolvenzverfahren nach Chapter 7 und nach Chapter 11. Während im ersten Konkursverfahren primär die Liquidierung eines zahlungsunfähigen Unternehmens verfolgt wird, konzentriert man sich im Chapter-11-Verfahren für Unternehmen mit einer intakten mittelfristigen Überlebenschance auf die Sanierung unter gerichtlicher Aufsicht. Dabei wird kein Insolvenzverwalter bestellt. Das bestehende Management kann unter Auflagen das Tagesgeschäft weiter für Monate bis Jahre erledigen, gewichtige Entscheide müssen allerdings vom jeweiligen US-Gericht genehmigt werden. Während des Chapter-11-Verfahrens können sowohl frisches Kapital aufgenommen als auch Gläubigerverhandlungen durchgeführt werden. Oft wird ein verbindlicher Reorganisationsplan im Sinne eines «prepackaged deals» erstellt. Er kann die Sanierungszeit erheblich verkürzen, wenn mindestens zwei Drittel der Gläubiger zustimmen. Denn während des Status Chapter 11 kann keine unmittelbare Gläubigervollstreckung stattfinden. Dies hat den Effekt, dass US-Schuldner im Status Chapter 11 ihre Gläubiger nicht mehr unmittelbar fürchten müssen. Im Gegenteil: Während des Chapter-11-Stadiums können gar den Altlasten vorrangige Kredite neu aufgenommen werden. Ein in den USA beobachtbarer Effekt war, dass während dieser Phase die Preise von Produkten und/oder Dienstleistungen massiv gesenkt wurden (Dumpingpreise), um Neukunden für die anstehende Sanierung zu gewinnen. Kritiker geben zu bedenken, dass dies ganze Branchen schwächen und den Wettbewerb verzerren kann.

Im Chapter-7-Verfahren wird ein Treuhänder durch das lokale Gericht zur Feststellung und zur Veräusserung der Konkursmasse bestellt. Die Gläubiger erhalten danach eine Zuteilung nach Kollokationsplan.

10.5.2.Europa

In Europa herrscht seit Jahrzehnten eine Präferenz für Liquidationen. Der formale Liquidationsprozess gilt in der Praxis als der primäre Weg für Fremdkapitalgeber eines in Not geratenen Schuldners, um zu einem Recovery-Wert zu gelangen. Eine eigentliche Rehabilitation im Sinne des Chapters 11 findet nur selten statt, obgleich seit Ende der 1990er Jahre Länder wie Frankreich oder Deutschland den Sanierungsbemühungen ein höheres Gewicht geben. So könnte beispielsweise ein vom Konkurs bedrohtes Unternehmen Schutzrechte beantragen, wobei das aktuelle Management unter Umständen die Geschäfte weiter betreiben dürfte. Die Praxis zeigt jedoch, dass diese 1999 z.B. in Deutschland geschaffene Regelung bisher kaum angewendet wird. In vielen Fällen wird der Insolvenzverwalter erst gerufen, wenn kaum mehr Chancen auf Genesung bestehen.

Vor Augen gehalten werden muss auch, dass in Europa bis dato das bankbezogene Kreditssystem vorherrscht. Dies impliziert eine höhere Konzentration und auch Einflussnahmemöglichkeit (z.B. bei der Durchsetzungskraft von Covenants im Insolvenzfall) der Kreditgeber. Das im

²⁰⁸ FitchRating (2014c): «*Insolvency Regimes in Spotlight as Investors Look to Next Default Cycle*», Reuters-Publikation vom 13. Februar 2014, URL: <http://www.reuters.com/article/fitch-insolvency-regimes-in-spotlight-as-idUSFit67318020140213> [20.02.2014], S. 1

angelsächsischen Raum dominierende, kapitalbezogene System breitet sich jedoch immer stärker aus, da die Zinsstrukturkurven in Europa im Jahr 2015 auf neue Rekordtiefstände sanken und die Kreditvergabepolitik der europäischen Geschäftsbanken bis 2014 im Markt weitgehend straff wahrgenommen wurde.

Was den Einfluss der jeweiligen Besicherungsstufe einer Anleihe für Europa angeht, stehen vorrangig besicherte Anleihen den betrieblichen Aktiven eines Emittenten tendenziell nahe. Nachrangige Anleihen werden oft im Rahmen einer Holdingstruktur emittiert und sind von den betrieblichen Aktiven in einem Insolvenzfall relativ weit entfernt. In den USA gilt, dass sowohl vor- als auch nachrangige Anleihen primär derselben rechtlichen Einheit angehören.

Im Rahmen einer Untersuchung der in Europa vorherrschenden Insolvenzregimes hat FitchRating (2014)²⁰⁹ eine Übersicht veröffentlicht, die sowohl die durchschnittliche Insolvenzabwicklungszeit in Jahren, die Kosten im Verhältnis des Unternehmenswerts in Prozent sowie die Rückgewinnungsrate in Prozent nach Regionen aufzeigt. Bei Betrachtung der folgenden Darstellungen darf nicht vergessen werden, dass es sich um Durchschnittswerte handelt. Diese Durchschnitte betreffen unterschiedliche geografische Regionen, unterschiedliche Branchen und unterschiedliche Besicherungsstufen der Fremdkapitalinstrumente, die wiederum unterschiedliche Rückgewinnungsraten aufweisen.

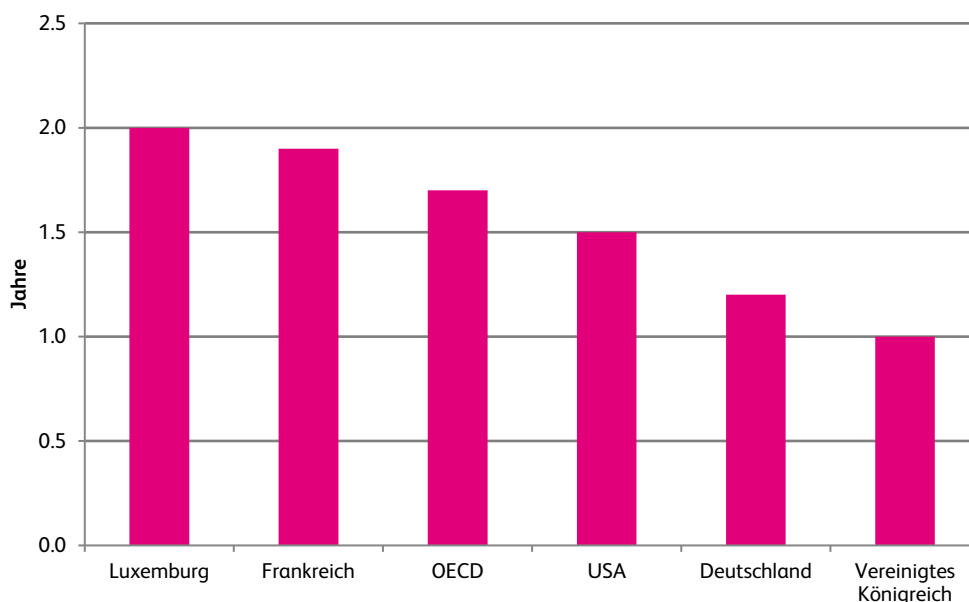


Abbildung 63 – Durchschnittliche Insolvenzabwicklungszeit in Jahren nach Region²¹⁰

Bei Betrachtung der untenstehenden Auswertung wird ersichtlich: je höher die Kosten für die Abwicklung der Insolvenz ausfallen, desto geringer ist der erzielte Liquidationswert. Interessant wäre herauszufinden, welche Faktoren die Kosten der Insolvenzabwicklung massgeblich beeinflussten.

²⁰⁹ FitchRatings (2014b): «Comparing Major Bankruptcy and Insolvency Regimes», United States, UK, Germany, France and Luxembourg, Special Report vom 13. Februar 2014, S. 5

²¹⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an FitchRatings (2014b): «Comparing Major Bankruptcy and Insolvency Regimes», United States, UK, Germany, France and Luxembourg, Special Report vom 13. Februar 2014, S. 5

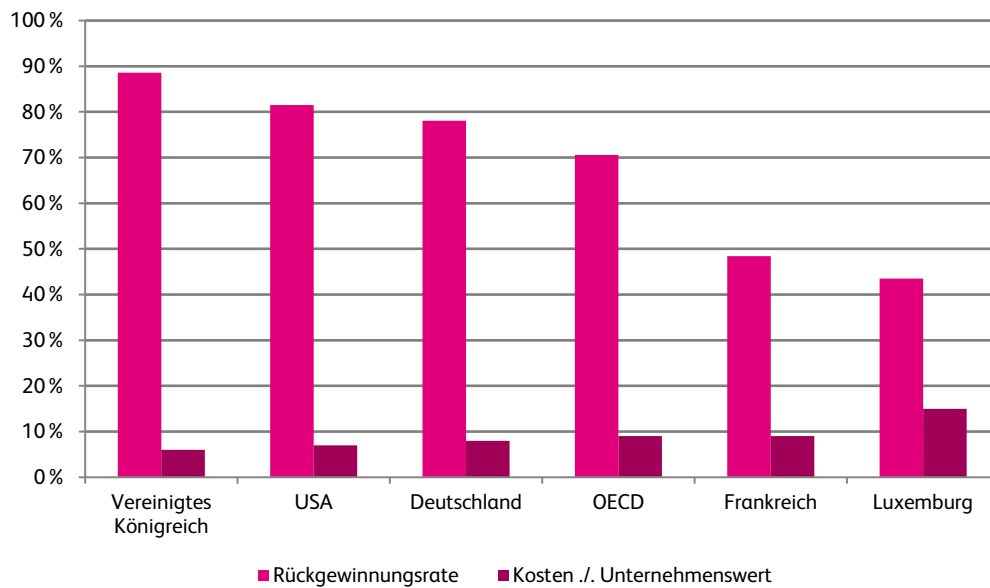


Abbildung 64 – Durchschnittliche Rückgewinnungsrate und Kosten nach Region²¹¹

Betreffend der Rückgewinnungsrate von Unternehmen bereitete Moody's (2011)²¹² globale Daten von 1987 bis Ende 2010 (Emergence Year) auf und legte sie nach Rang des Fremdkapitals in der Bilanz offen. Es wird ersichtlich, dass der Rang des Fremdkapitals in der Bilanz einen wesentlichen Einfluss auf den Liquidationswert in der Beobachtungsperiode zu haben scheint. Je höher die Entschädigungsrate respektive je tiefer die Besicherungsstufe bei einem Schuldner ist, desto tiefer liegt im Insolvenzfall die Rückgewinnungsrate.

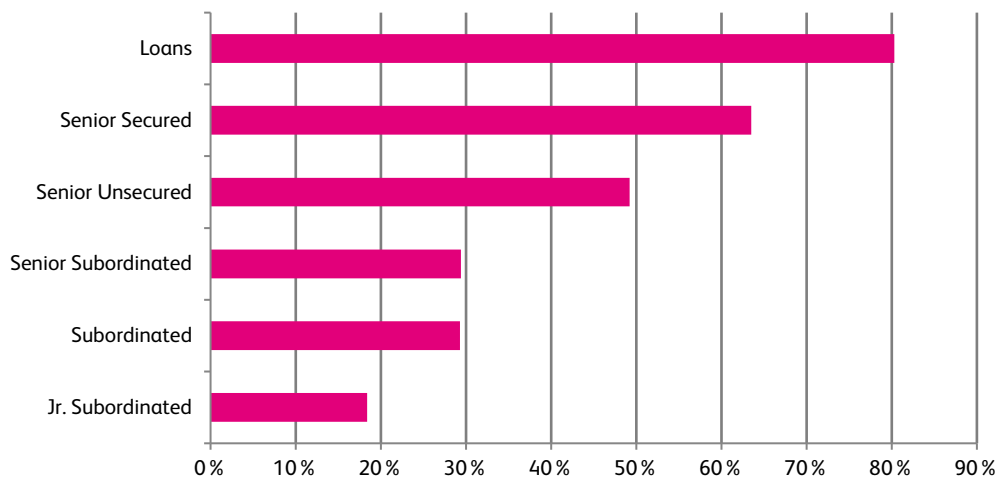


Abbildung 65 – Durchschnittliche Rückgewinnungsrate von Unternehmen nach Rang²¹³

²¹¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an FitchRatings (2014b): «Comparing Major Bankruptcy and Insolvency Regimes», United States, UK, Germany, France and Luxembourg, Special Report vom 13. Februar 2014, S. 5

²¹² Moody's (2011): «Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010», Moody's Investor Service, Special Comment, S. 6f.

²¹³ Eigene Darstellung in Anlehnung an Moody's (2011): «Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010», Moody's Investor Service, Special Comment, S. 6f.

Mehr zu diesem Thema folgt im untenstehenden Kapitel «Quantitative Daten zu globalen Unternehmensinsolvenzen».

10.5.3. Quantitative Daten zu globalen Unternehmensinsolvenzen

Als Unternehmensinsolvenz wird eine Situation bezeichnet, in der ein Schuldner seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen kann. Die Wirtschaftsgeschichte ist geprägt von solchen Ereignissen. Standard & Poor's publiziert die jährliche aber auch langfristige Entwicklung der Ausfallraten der bei ihr angeschlossenen Unternehmen und wertet diese nach verschiedenen Kriterien aus. Auch in der 2016 erschienenen RatingsDirect-Publikation «2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions»²¹⁴ können heterogene Insolvenzraten pro Industrie sowohl kurzfristig als auch langfristig beobachtet werden. Die Gründe dafür mögen vielschichtig und komplex sein, doch es kristallisiert sich heraus, dass über die Zeit besonders im Freizeitsektor (inklusive Medien) sowie in der Forst- und Bauwirtschaft eine überdurchschnittlich hohe Ausfallrate zu bestehen scheint. Standard & Poor's weist in der besagten Publikation darauf hin, dass die erstgenannte Industrie einen deutlich höheren Anteil an Non-Investment-Grade-Unternehmen aufweist als beispielsweise der Finanzsektor. Dementsprechend weisen umgekehrt Versicherer, Finanzinstitutionen, aber auch Versorger oder immobilienbezogene Unternehmen langfristig relativ tiefe Insolvenzraten auf. Auffällig ist gemäss Standard & Poor's (2016)²¹⁵, dass mit Ausnahme der Versorger alle anderen Sektoren einen höheren Anteil an Non-Investment-Grade-Unternehmen aufweisen als noch vor zehn Jahren. Zudem stellte die Rating Agentur fest, dass Unternehmen mit High Yield Rating zwischenzeitlich über 50 % der gesamten Emissionen in neun der 13 Industrien ausmachen. Ebenfalls auffällig war die hohe Ausfallrate von Energieunternehmen im Jahr 2015. Dies wird auf den starken Einbruch der Energiepreise von Mitte 2014 bis Anfang 2016 zurückgeführt.

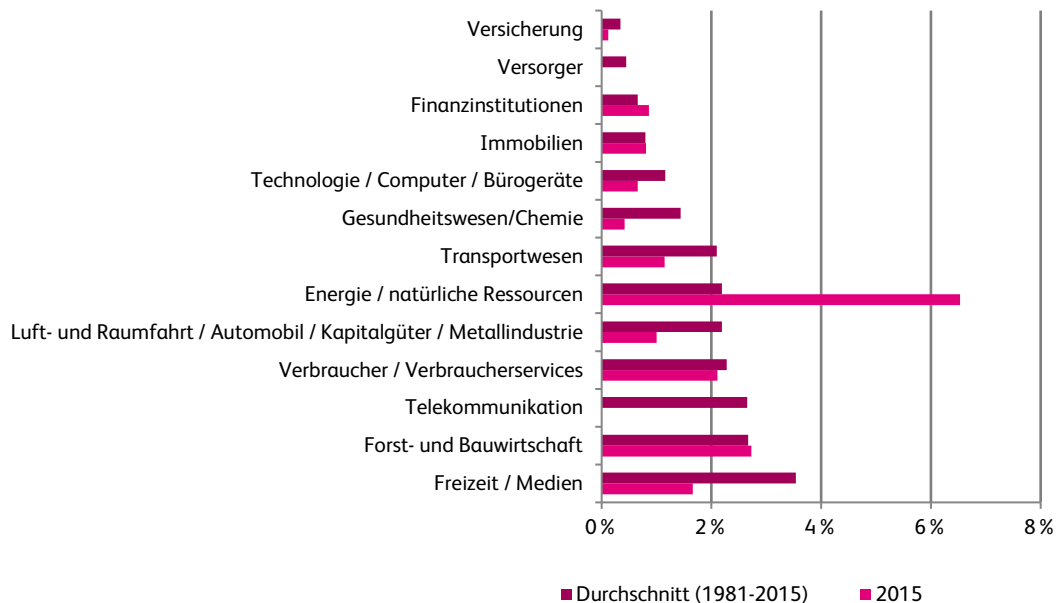


Abbildung 66 – Durchschnittliche Ausfallraten pro Sektor in der kurzen und langen Frist²¹⁶

²¹⁴ Standard & Poor's (2016): «Default, Transition, and Recovery: 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions», RatingsDirect, Standard & Poor's Rating Service, Ausgabe vom 18. Mai 2016, S. 48

²¹⁵ Standard & Poor's (2016): «Default, Transition, and Recovery: 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions», RatingsDirect, Standard & Poor's Rating Service, Ausgabe vom 18. Mai 2016, S. 48

²¹⁶ Eigene Darstellung in Anlehnung an Standard & Poor's (2016): «Default, Transition, and Recovery: 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions», RatingsDirect, Standard & Poor's Rating Service, Ausgabe vom 18. Mai 2016, S. 48

«Mit Ausnahme der Versorger weisen derzeit alle Sektoren einen höheren Anteil von Non-Investment-Grade-Unternehmen auf als noch vor zehn Jahren.»

Die mit den wirtschaftlichen Zyklen zusammenhängenden Ausfallraten schlagen sich in den vergebenen Gütesiegeln der Ratingagentur mit einem gewissen zeitlichen Abstand von ein bis drei Jahren nieder. Dies zeigt die folgende Grafik, die sowohl den Median- als auch den Durchschnittswert der jährlichen Ausfallraten von 1983 bis 2015 darstellt:

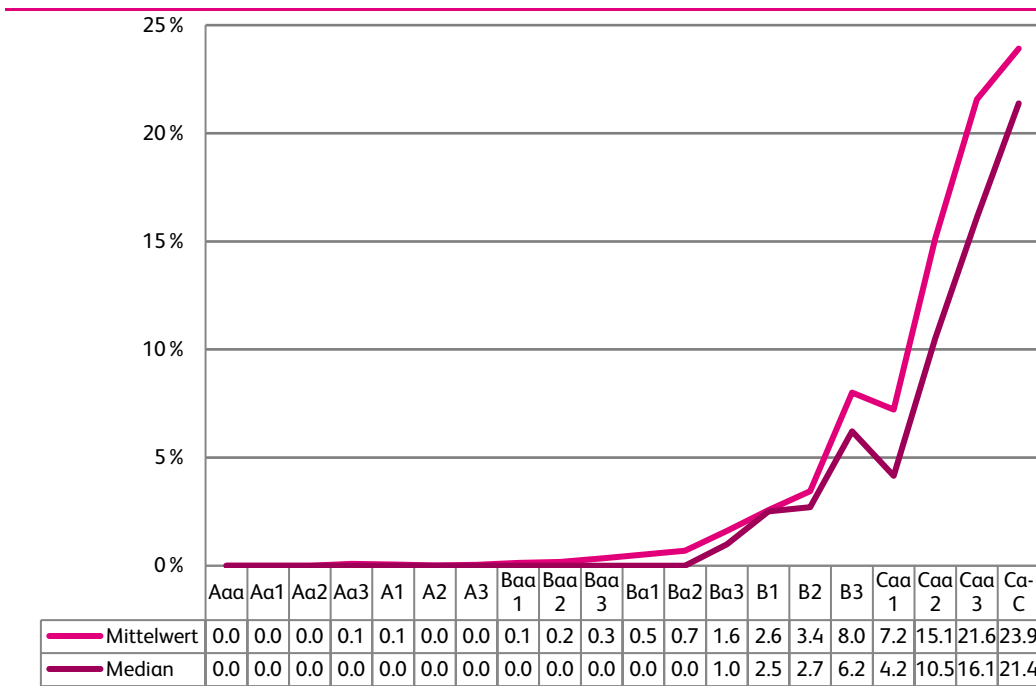


Abbildung 67 – Durchschnittliche und Median-Ausfallraten nach Rating²¹⁷

Untenstehende Grafik zeigt die kumulierten Ausfallraten von 1980 bis 2015 für die verschiedenen Ratings über die Jahre eins bis fünf an. Es wird deutlich, dass historisch gesehen die Ausfallraten mit dem sich verschlechternden Rating erwartungsgemäss ansteigen.

²¹⁷ Eigene Darstellung in Anlehnung an Moody's (2016c): «Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2015», Moody's Investor Service Excel Datenset, im Februar 2016, S. 1ff.

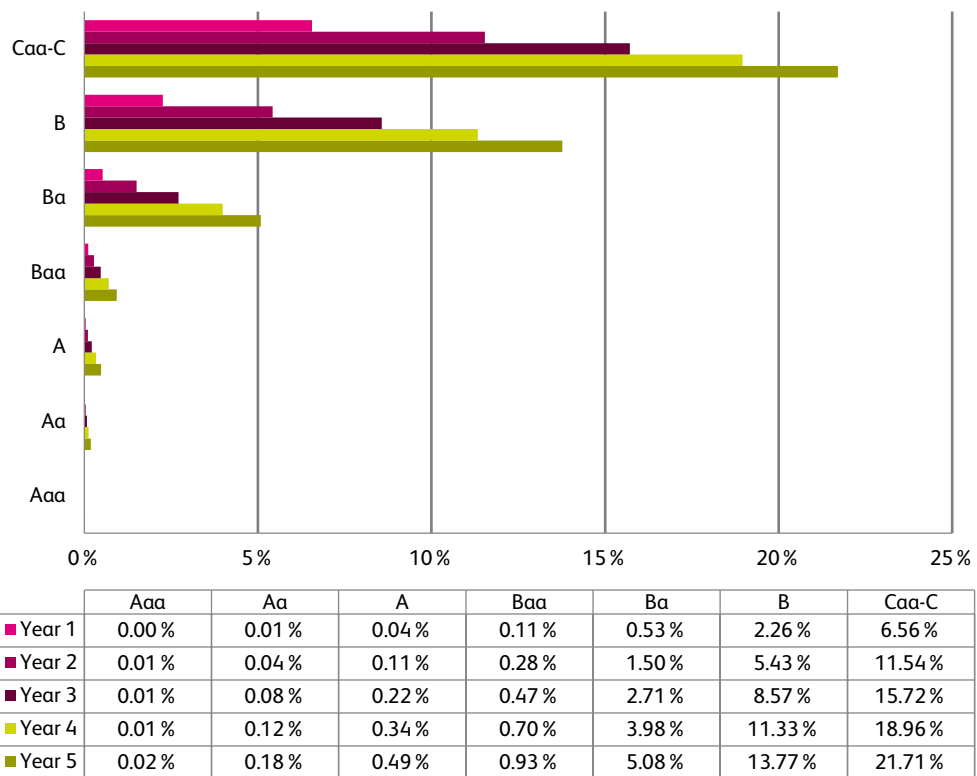


Abbildung 68 – Kumulierte Ausfallraten für die Jahre eins bis fünf nach Rating²¹⁸

²¹⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Moody's (2016c): «Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2015», Moody's Investor Service Excel Datenset, im Februar 2016, S. 1ff.

11. Fallstudien Hybridanleihen

In diesem Kapitel werden aus verschiedenen Sub-Themenbereichen von Pflichtwandelanleihen und Hybriden Beobachtungen unter verschiedenen Gesichtspunkten beleuchtet und erläutert. Dabei werden primär Fälle präsentiert, in denen entweder der Marktkonsens überschritten wurde oder wo es zu starken Kursreaktionen kam.

11.1. Fallstudie Marktreaktionen auf Entscheide der Schweizerischen Nationalbank

Für die Jahre 2012 bis 2016 wurden exemplarisch zwei wesentliche Aktivitäten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) untersucht: Dies waren die Aufforderung der SNB gegenüber der Credit Suisse zur Erhöhung der Kapitaldecke im Juni 2012 sowie die Auflösung des EUR/CHF-Mindestkurses bei 1.20 am 15. Januar 2015.

11.1.1. Credit Suisse im Juni 2012

Im Bericht der Finanzmarktstabilität der Schweizerischen Nationalbank (2012)²¹⁹ vom 14. Juni 2012 wurde die Höhe der Kapitalisierung der Credit Suisse öffentlich kritisiert. Die SNB forderte die Credit Suisse auf, ihre Kapitaldecke entweder durch das Zurückbehalten von Dividenden oder durch die Aufnahme neuen Kapitals zu verbessern.

Avdjiev, Kartasheva und Bogdanova (2013)²²⁰ untersuchten die Marktreaktion der Aktie eines ausstehenden AT1 CoCos mit maximaler Laufzeit bis ins Jahr 2041, einer vergleichbaren nachrangigen Anleihe (Non-CoCos), einer vergleichbaren Senior unbesicherten Anleihe sowie des Credit Default Swap Spreads der Credit Suisse. Während die Aktie der Credit Suisse einen Tauscher von über 10 % am Tag der Bekanntgabe hinnehmen musste, stieg die Risikoprämie des bis Februar 2041 laufenden Credit Suisse CoCos am selben Tag um 39bp respektive 5.8 %. Der Risikoaufschlag der ebenso lange laufenden, nachrangigen Credit-Suisse-Anleihe legte um nur 23bp zu. Die Kreditrisikoprämien beim Senior unsecured Bond sowie beim CDS Spread blieben weitgehend stabil. Die Forscher tätigten zudem Korrelationsuntersuchungen zwischen CoCo Bond Spreads und anderen Instrumenten gleicher Emittenten. Sie folgern in ihren Sensitivitätsanalysen: « Der Spread von nachrangigen Anleihen tendiert dazu, mehr mit den Spreads von Low-Trigger CoCos als mit denen von High-Trigger CoCos zu korrelieren ».

Die veranschaulichten Ergebnisse sind somit in Übereinstimmung mit der geltenden Kapitalmarktlehre, wonach risikobehaftetere Titel eine höhere Sensitivität gegenüber überraschend schlechten (bzw. überraschend guten) Nachrichten aufweisen als weniger risikobehaftete Titel. Dennoch gab es in ihren Untersuchungen auch ein überraschendes Ergebnis, denn die empirischen Zeitreihenanalysen ergaben: « Die Trigger-Höhe scheint die Korrelationen zwischen CoCo Spreads und Aktienkursen nicht zu beeinflussen. ». Dies war insofern nicht zu erwarten, als High-Trigger CoCos in einem Bail-In-Szenario zuerst Verluste absorbieren müssen und somit eine höhere Informationssensitivität erwarten lassen dürfen.

11.1.2. Aufhebung des EUR/CHF Mindestkurses im Januar 2015

Die plötzliche Aufhebung der Mindestkursgrenze des Währungspaares EUR/CHF am 15. Januar 2015 durch die Schweizerische Nationalbank verursachte kurzfristig starke Abschlüge auf

²¹⁹ Schweizerische Nationalbank (2012): «Bericht zur Finanzstabilität 2012», URL: http://www.snb.ch/de/mmr/reference/stabrep_2012/source/stabrep_2012.de.pdf [15.03.2017], S. 5ff.

²²⁰ Avdjiev, Stefan, Kartasheva, Anastasia und Bogdanova, Bilyana (2013): «CoCos: a primer», BIS Quarterly Review 2013, im September 2013, S. 54

Schweizer Aktienkurse. Der SMI schloss am Vortag des Entscheides bei 9'198.20 Punkten. Am 15. Januar 2015 schloss er mit einem Kursstand von 8400.61 Punkten (-8.7 %). Am 16. Januar 2015 wurde gar ein Schlusskurs von 7'899.59 (-14.1 %) erreicht.

Interessant dabei war, dass die in CHF denominierten, an der SIX gehandelten Hybridpapiere, sowohl von Finanz- als auch Industrie-Unternehmen kaum bis gar nicht darauf reagiert hatten. Diese Robustheit war bei Beachtung der Tatsache, dass sowohl der ZEW-CS-Indikator für die Schweiz²²¹ den stärksten Einbruch in seiner bisherigen Historie mit einem Rückgang um 62.2 Punkte auf -73.0 Punkte verzeichnete, als auch die Inflationsprognose von der SNB um 1 % auf -1.1 % gesenkt wurde, nicht zwingend zu erwarten. Hinzu kommt, dass im Februar 2015 keiner der in der ZEW-Umfrage beteiligten Analysten ein Absinken der Arbeitslosigkeit in der Schweiz für möglich hielt.

Exemplarisch kann der Kursverlauf der Credit-Suisse-Aktie und der 6 % AT1 Credit-Suisse-Pflichtwandelanleihe in Schweizer Franken am SIX Swiss Exchange im Januar 2015 folgendermassen dargestellt werden:

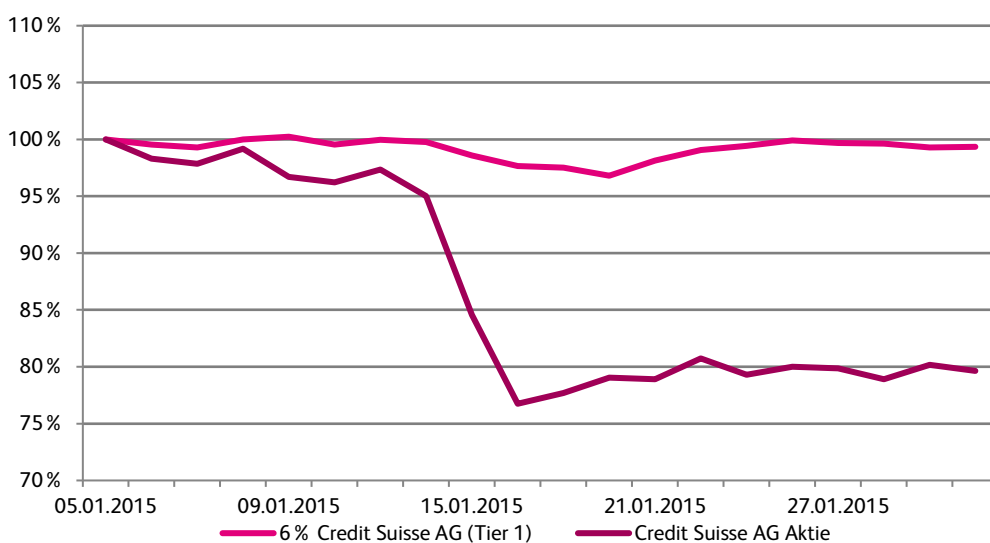


Abbildung 69 – Fallstudie Entwicklung CS-Aktie und AT1 nach Aufhebung des EUR/CHF Mindestkurses ²²²

Bei der obigen Kursentwicklung lässt sich argumentieren, dass gerade Grossbanken wie die Credit Suisse einen substantiellen Teil ihrer Fixkosten in Schweizer Franken halten. Einkommensseitig liegen aufgrund der international ausgerichteten Geschäftstätigkeit sowie den breit diversifizierten Portfolios zum grossen Teil Fremdwährungen zu Grunde, was im Rahmen des obigen Events belastend für die künftige Ertragsentwicklung der Bank ausgelegt wurde. Die dargestellte Pflichtwandelanleihe wiederum orientiert sich nicht primär am Delta der prognostizierten Ertragskraft, sondern am Delta des Verhältnisses der risikogewichteten Aktiven zum Eigenkapital. Diese Veränderungswahrscheinlichkeit und somit das Risiko einer verringerten Distanz zur Unterschreitung der vorab festgelegten Trigger-Schwelle (hier 5.125 % CET1) der Pflichtwandelanleihe wurde von den Marktteilnehmern als sehr klein eingestuft.

«Bei den 2012 und 2015 durch die Schweizerische Nationalbank ausgelösten Kurstauchern der Credit-Suisse-Aktie von 10% respektive über 20% reagierte die Schweizer Franken denomierte AT1 Pflichtwandelanleihe kaum.»

²²¹ Der ZEW-CS Indikator spiegelt die Einschätzung der konjunkturellen Entwicklung in der Schweiz auf Sicht von sechs Monaten wider. Er wird vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, in Zusammenarbeit mit der Credit Suisse (CS), Zürich, monatlich im Rahmen des Finanzmarkttests für die Schweiz erhoben.

²²² Eigene Darstellung, Daten finanzen.ch

11.2. Fallstudie vorzeitige Kündigung europäischer Hybridanleihen

Hybride Anleihen weisen in den jeweiligen Emissionsprospekten Bedingungen zur ausserordentlichen bzw. vorzeitigen Kündigung aus. Unter bestimmten Umständen wie beispielsweise der Änderung der Rating-Methodologie der Ratinggesellschaften Standard & Poor's, Moody's oder Fitch können sie ausserplanmässig gekündigt werden. Damit auseinandergesetzt haben sich auch Analysten der Credit Suisse (2014)²²³.

Von diesem Recht machten ArcelorMittal und Telecom Italia im ersten Quartal 2014 Gebrauch und kündigten ihre hybriden Papiere vor dem ersten Kündigungstermin zu Kursen nahe dem Nennwert, was die Anlageklasse (vgl. Kurschart unten) belastete. Diese vorzeitigen Kündigungen waren nach Änderungen an der Methodologie von Standard & Poor's bzw. Moody's zulässig. Denn im oben genannten Fall werden hybride Wertpapiere nicht mehr teilweise wie eine Aktie behandelt, sobald das Rating der vorrangigen Papiere des Emittenten unter Investment Grade sinkt. Das zeigt, dass gerade hybride Papiere von Unternehmen knapp über dem Investment-Grade-Bereich einer ausserordentlich hohen frühzeitigen Kündigungswahrscheinlichkeit ausgesetzt sind, sollte ein Downgrading in den Junk-Status stattfinden.

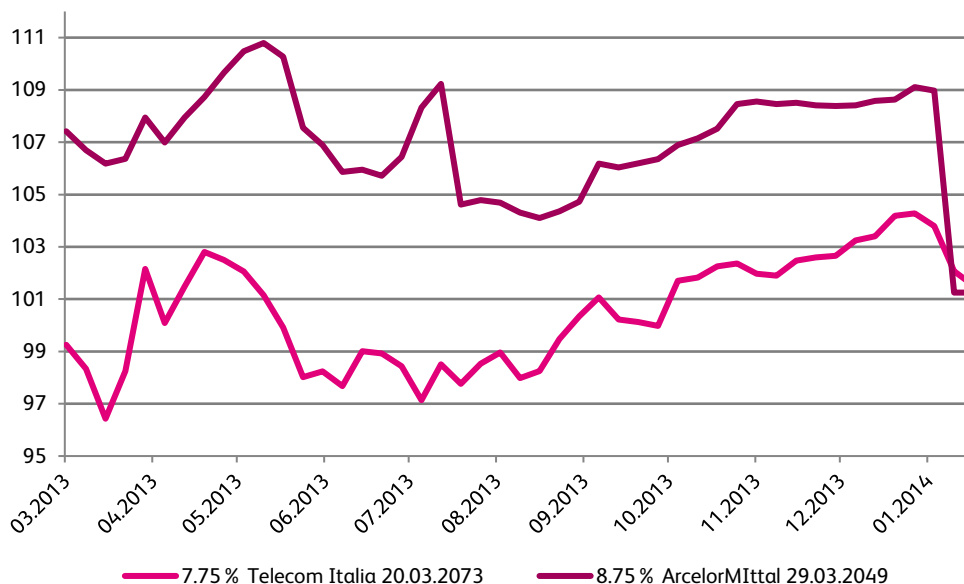


Abbildung 70 – Fallstudie vorzeitige Kündigung von europäischen Hybriden I²²⁴

Eine weitere Beobachtung geht auf die Call-Ankündigung von Crédit Agricole am 8. April 2014 hinsichtlich des nachrangigen USD 7% Perpetuals per 30. April 2014 zurück. Der Rückzahlungspreis beläuft sich auf 100% plus aufgelaufene Marchzinsen.

Die untenstehende Berechnung zeigt auf, dass nach Bekanntgabe des frühzeitigen Calls am 8. April neun Handelstage vergingen, bis der Tagesschlusskurs des Perpetuals erstmals auf dem Niveau seines mathematisch berechenbaren fairen Wertes notierte. Das Anleiheemissionsvolumen des beschriebenen Perpetuals betrug USD 550 Mio.

²²³ Credit Suisse (2014): «Investment Alert», Investment Strategy; Corporate Hybrid Bonds, 17. Juni 2014, S. 3

²²⁴ Eigene Darstellung in Anlehnung an Credit Suisse (2014): «Investment Alert», Investment Strategy; Corporate Hybrid Bonds, 17. Juni 2014, S. 3, Daten: Bloomberg

Dieses Beispiel zeigt exemplarisch auf, dass es bei Hybriden mit tiefer Liquidität immer wieder zu Ineffizienzen respektive Marktkuriositäten kommen kann. Die Kursentwicklung des Perpetuals sowie der rechnerisch faire Preis werden in untenstehender Grafik auf der linken Skala, das Delta zum fairen Preis auf der rechten Skala angezeigt.

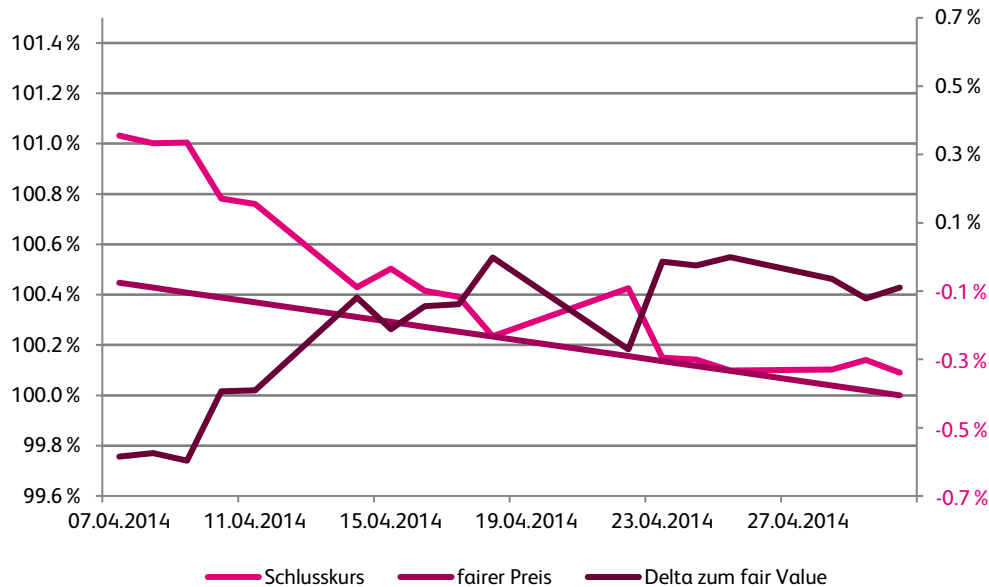


Abbildung 71 – Fallstudie vorzeitige Kündigung von europäischen Hybriden II²²⁵

11.3. Fallstudie Nicht-Kündigung europäischer Hybridanleihen

Der französische Retailmarkt-Betreiber Group Casino sowie das deutsche Touristikunternehmen TUI Group zahlten aus unterschiedlichen Gründen ihre 2005 emittierten Hybridanleihen bei der erstmaligen Call-Möglichkeit nicht zurück, wie aus einem Bericht der Analysten der Credit Suisse hervorgeht (2014)²²⁶. Das Casino Hybridpapier weist eine Fix-to-Float-Struktur auf, die seit 2010 quartalsweise rückzahlbar wäre. Nach der fünfjährigen Non-Call-Phase kam ein Coupon-Reset in der Form eines zehnjährigen Constant Maturity Swaps (CMS) plus 100bp zur Anwendung. Nach der Finanzkrise war der unten im Chart aufgeführte Hybride das günstigste Hybridpapier in der Bilanz. Diesem Umstand Rechnung tragend entschied Casino, das günstige Hybridpapier bis auf weiteres nicht zurückzuzahlen. 2013 entschloss man sich dann, ein neues Hybridpapier aufzusetzen. Dieses wurde am Markt erfolgreich platziert. Am Markt wurde dies kurzfristig als positives Zeichen dafür gewertet, dass die Nichtrückzahlung eines Hybriden beim ersten Call-Termin keineswegs rufschädigend sein muss. Ab Juni 2016 zogen die Kreditrisikoprämien von Casino wieder spürbar an. Die fünfjährigen Credit Default Swaps (CDS) für Senior-unbesichertes Kapital schnellten von rund 105bp im Juni 2015 bis auf 530bp im Januar 2016. Per 13. Dezember 2016 halbierten sie sich wieder auf 247bp. Der 1.43% Coupon des unten abgebildeten Hybriden (Junior Subordinated) entschädigt somit in keiner Weise für die am Kreditmarkt geforderten Ausfallrisikoprämien. Deshalb handelte der Hybride Ende 2016 bei einem Kurs um 60%. Casino wurde zudem am 21. März 2016 von Standard & Poor's der Investment-Grade-Status mit dem neuen Rating BB+ entzogen. Die Profitabilität in Lateinamerika war rückläufig. Fitch vergab per 13. Dezember 2016 nach wie vor ein BBB- Rating mit stabilem Ausblick für den französischen Retailer.

Die TUI Group verzichtete ab 2013 keineswegs aus freien Stücken darauf, ihren Hybridbond nicht zu callen. Vielmehr befand sich das Unternehmen in einer schwierigen wirtschaftlichen

²²⁵ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

²²⁶ Credit Suisse (2014): «Investment Alert», Investment Strategy; Corporate Hybrid Bonds, 17. Juni 2014, S. 3

Situation und hätte wohl kaum eine preiswerte Refinanzierung zustande gebracht. Am 24. März 2015 gab TUI (2015)²²⁷ dann mittels Ad-Hoc-Mitteilung bekannt, dass der ausstehende Hybride über EUR 300 Mio. zurückgezahlt würde. Dies wurde möglich, weil eine Wandelanleihe im Umfang von EUR 336 Mio. in Aktien umgewandelt wurde.

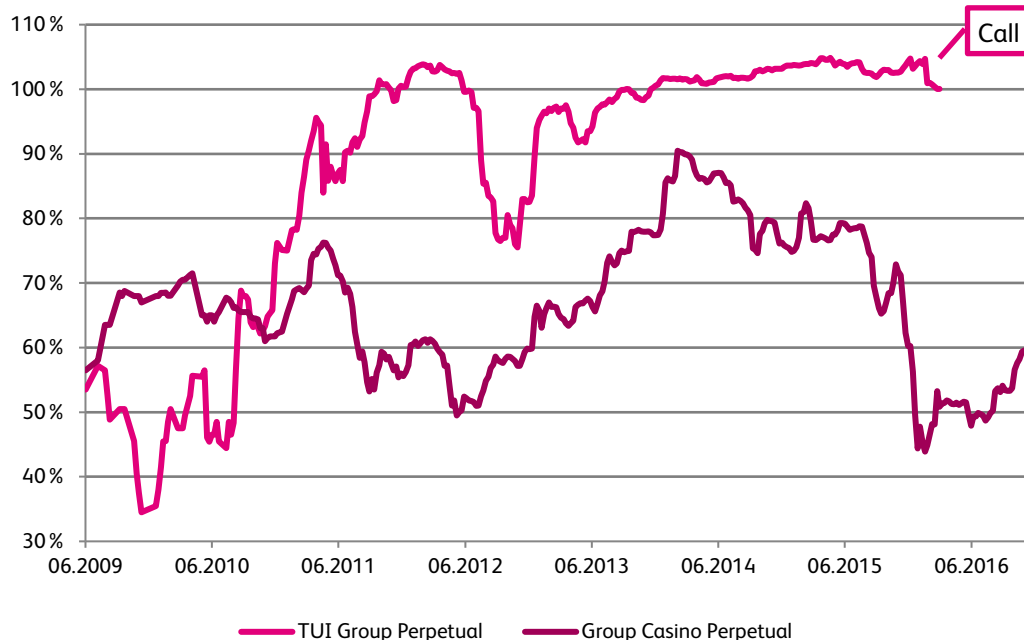


Abbildung 72 – Fallstudie Nicht-Kündigung von europäischen Hybriden²²⁸

11.4. Fallstudie Kündigung Pflichtwandelanleihe Arabischer Raum

Im Februar 2014 gab die Nationalbank von Kuwait bekannt, dass sie die Basel-III-Richtlinien abgestuft einführen würde. Über die Jahre 2014 bis 2016 sollte demnach die minimale Eigenkapitalquote bei Banken in 0,5 %-Schritten von 12 % ab Juni 2014 auf 13 % im Jahr 2016 angehoben werden. In Europa hatte man dabei eine Art Bestandschutz für bestehende CoCos angedacht, nicht so für Tier 2 Pflichtwandelanleihen in Kuwait.

Die Burgan Bank Kuwait hatte eine solche Tier 2 Pflichtwandelanleihe der alten Generation mit Endverfall 2020 im Emissionsumfang von USD 400 Mio. im Markt ausstehend. Sie verfügte zugleich über ein First-Call-Date per 29. September 2015. Wie üblich bei verlustabsorbierenden Anleihen, dürfen frühzeitige Kündigungen des Emittenten nur mit der schriftlichen Genehmigung der jeweilig zuständigen Nationalbank getätigt werden.

Aufgrund der Klausel «Redemption for Regulatory Capital Treatment Reasons» im Emissionsprospekt durfte die Burgan Bank mit der Zustimmung der Nationalbank Kuwait die Tier 2 Pflichtwandelanleihe kündigen und zum Kurs von 101 zurückbezahlen. Dies war deshalb möglich, weil die nachrangige Anleihe aufgrund der Basel-III-Einführung (aufsichtsrechtliche Änderung) ihren Status als «regulatorisch notwendiges Eigenkapital» verloren hatte.

Investoren scheinen diesen Passus nicht beachtet oder das Risiko eines starken Kursabfalls in Kauf genommen zu haben und bezahlten noch Mitte August 2015 Kurse um 113 % für die 7

²²⁷ TUI (2015): «TUI AG will cancel and repay its EUR 300 million Hybrid Bond (ISIN DE000TUAG059)», URL: <https://www.tuigroup.com/en-en/media/press-releases/2015/20150324-adhoc-hybrid> [13.12.2016], S. 1

²²⁸ Eigene Darstellung in Anlehnung an Credit Suisse (2014): «Investment Alert», Investment Strategy; Corporate Hybrid Bonds, 17. Juni 2014, S. 3, Daten Bloomberg

7/8 %-Anleihe. Kurz darauf gab die Bank bekannt, dass sie grünes Licht für die frühzeitige Rückzahlung von der Nationalbank Kuwait erhalten hatte. Der Kurs des CoCos brach sofort um rund 8 % ein.

Dieses Beispiel zeigt, dass CoCo-Investoren nicht darum herumkommen, Covenants in den Emissionsprospekten zu analysieren, zu verstehen und diese auch hinsichtlich des länderspezifischen regulatorischen Umfelds richtig einzuordnen.

«CoCo Investoren werden nicht darum herumkommen, Covenants in den Emissionsprospekten zu analysieren, zu verstehen und diese auch hinsichtlich des länderspezifischen regulatorischen Umfelds richtig einzuordnen.»

11.5. Fallstudie CoCo Bonds Russland

11.5.1. Aufgaben der Deposit Insurance Agency

Wie andere Finanzinstitute in den G7-Ländern gaben auch russische Banken CoCos heraus. Die dafür zuständige und verantwortliche Institution ist die Deposit Insurance Agency (DIA), die 2003 als Staatsinstitution zur Stützung von in Schieflage geratenen Banken gegründet wurde. Der Hauptzweck der DIA liegt neben der Bewahrung der Rechte von Depositären, Vorsorgenehmern wie auch sonstigen Gläubigern von insolventen Banken sowie in der Verbesserung der Stabilität des russischen Finanzsystems. Sie wurde dafür mit folgenden vier Funktionen ausgestattet:

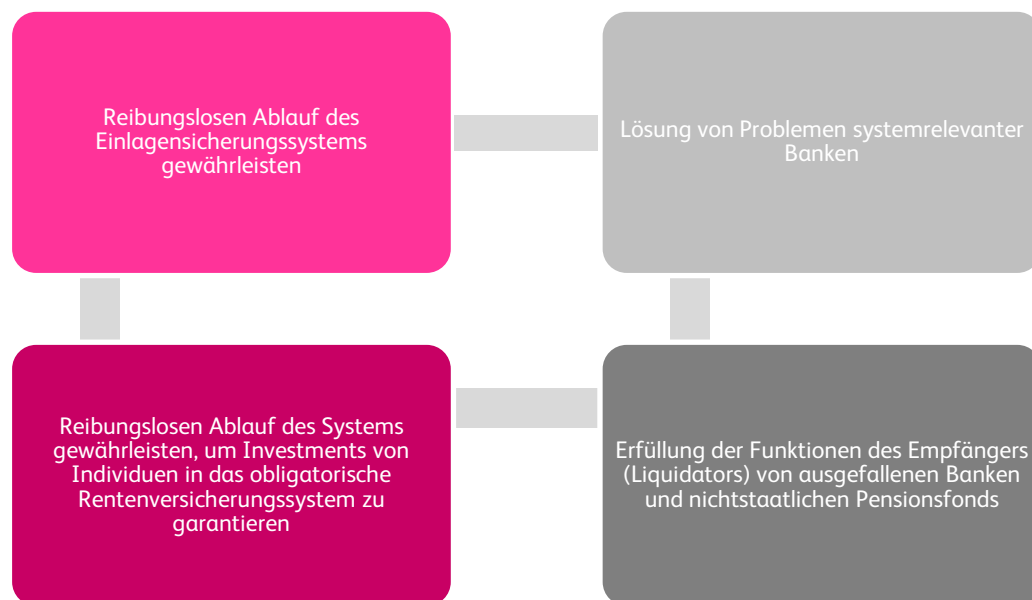


Abbildung 73 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: DIA Funktionen²²⁹

Dabei legt der Bankruptcy Prevention Mechanism (BPM) die restriktiven CoCo-Trigger-Mechanismen fest. In Russland galt per 2016 ein Einlageschutz für Kontoinhaber von RUB 1.4 Mio.

²²⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an DIA (2016): «Deposit Insurance Agency», Portrait vom April 2016, S. 1ff.

respektive CHF 20'875 (zum Umrechnungskurs von CHF/RUB von 67.0 vom 21. Juni 2016). Er wird 14 Tage nach Entzug der Banklizenz an die Gläubiger der insolventen Bank durch eine akkreditierte, solvente Bank ausbezahlt.

Seit 2004 war die DIA bei zahlreichen Bankenrehabilitationsprogrammen involviert, wie die folgende Grafik zeigt:

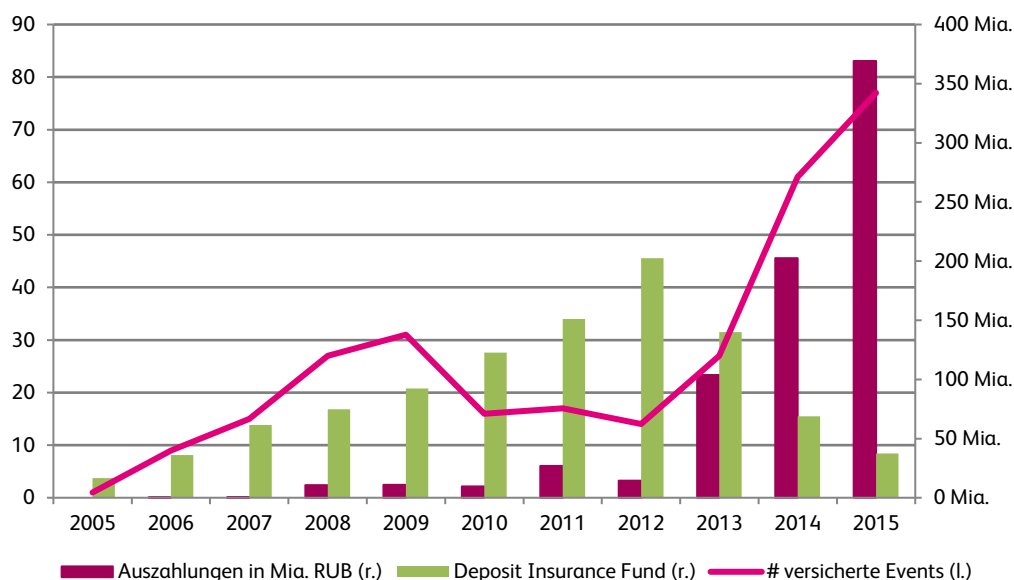


Abbildung 74 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: DIA-Bankenrehabilitationsprogramme²³⁰

Total wurden laut DIA im Bereich Deposit Insurance System (DIS) bis in den April 2016 320 Fälle von Auszahlungen an insgesamt 2.25 Mio. Gläubiger im Umfang von RUB 882 Mia. (CHF 13.6 Mia.) bei den 834 Mitgliedsbanken verzeichnet.

Insgesamt wurden 494 Bankenliquidationen von Januar 2004 bis April 2016 verzeichnet, wovon laut DIA 238 abgeschlossen werden konnten.

11.5.2. Neuerungen in der russischen Bankenregulierung

Im November 2013 tätigte die russische Nationalbank zahlreiche Publikationen in Anlehnung an die Basel-III-Richtlinien. Per 1. Januar 2014 wurden zahlreiche Anpassungen wirksam. So werden die neuen Tier 2 Pflichtwandelanleihen mit einem CET1 Trigger von nur 2% ausgestattet. Dies liegt weit unterhalb der aus den G7-Ländern bekannten Quoten zwischen fünf und neun Prozent. Dies zeigt auch, dass russische CoCos nicht primär für die Verlustabsorption gedacht sind. Additional Tier 1 Pflichtwandelanleihen weisen i.d.R. einen CET1 Trigger von 5.5% auf.

In Russland ist einzig und allein die DIA bevollmächtigt, einen Write-down auszulösen. Dies ist jedoch wiederum nur möglich, wenn die DIA im Besitz von mindestens 50% der Aktien eines Finanzinstituts ist. Weiterhin bleiben vorrangig besicherte Anleihegläubiger von russischen Banken sämtlichen nachrangigen Fremdkapitalgebern in einem Konkursfall vorangestellt. Eine weitere Abstufung auf der Ebene «Subordinated bonds» findet jedoch nicht statt. D.h., sowohl

²³⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an DIA (2016): «Deposit Insurance Agency», Portrait vom April 2016, S. 1ff.

nach dem bisherigen Recht als auch dem neuen Recht auferlegte nachrangige Anleihen sind nur den Aktionären vorrangig.

Der Bankruptcy Prevention Mechanism (BPM) kann mit folgenden fünf Gründen durch die Deposit Insurance Agency (DIA) implementiert werden:

1. Gläubigerverzug aufgrund von Liquiditätsproblemen
2. Das Bankkapital fällt > 20 % innert 12 Monaten
3. Unterschreiten der CAR Quote von 10 %
4. Unterschreiten der Liquiditätsratio von mehr als 10 % in einem Monat
5. Verringerung des Bankkapitals unter das im letzten Monat rapportierte Satzungskapital

11.5.3. Aktionärsstruktur entkräftet DIA-Wirkungskraft

Derzeit existieren rund 900 Bankhäuser in Russland. Der russische CoCo Markt befindet sich mit ausstehenden CoCos im Umfang von USD 3.2 Mia. per Ende Oktober 2013 hingegen noch in den Kinderschuhen. Dem Markt wird ein Volumen von bis zu USD 65 Mia. zugetraut. Vor allem Tier 2 Kapital ist in Russland prominent vertreten. Bei genauerem Hinschauen wird klar, dass russische Grossbanken wie die Sberbank in der gegenwärtigen Situation wenig vom neuen Abschreibungsmechanismus betroffen sind, da der Staat mehr als 50 % der Aktien besitzt und die DIA somit die Aktienmehrheit auf dem ordentlichen Weg nicht erlangen kann. Die zweitgrösste Bank Russlands, die VTB Bank, wurde 2011 teilprivatisiert. Der Staat hielt jedoch Ende 2016 nach wie vor etwas über 60 % der Aktien. Eine Gesetzesänderung wäre hier notwendig, damit die DIA die notwendige Kontrolle übernehmen könnte. Die russische Agricultural Bank befindet sich zu 100 % in Staatsbesitz.

11.5.4. Beispiele von russischen Tier 2 Pflichtwandelanleihen

Nachfolgend werden wesentliche Eckdaten der im Sommer 2013 aufgelegten Tier 2 Pflichtwandelanleihen der Emittenten Russian Standard Bank und der Sberbank dargestellt:

Merkmale	11.5% Russian Standard Bank Tier 2 2024	5.25% Sberbank of Russia Tier 2 2023
Emittent	Russian Standard Bank	Sberbank of Russia
Emissionsdatum	17. Juli 2013	23. Mai 2013
First-Call-Datum / Rückzahlung	17. Januar 2019 / spätestens 17. Januar 2024	- / 23. Mai 2023
Coupon-Aufschub	kein Aufschub möglich (Tier 2)	kein Aufschub möglich (Tier 2)
Contingent Trigger	CET1 < 2% und DIA-Notifikation in Absprache mit CBR	CET1 < 2% und DIA-Notifikation in Absprache mit CBR
Verlustabsorption	Bei einem Abschreibungsereignis wird der aufgelaufene Coupon annulliert und die für die Abhilfe des Ereignisses erforderliche Wertminderung durchgeführt.	Bei einem Abschreibungsereignis wird der aufgelaufene Coupon annulliert und die für die Abhilfe des Ereignisses erforderliche Wertminderung durchgeführt.
Recht	Das nachrangige Darlehen und alle ausservertraglichen Verpflichtungen sind nach dem Gesetz von England geregelt.	Das nachrangige Darlehen und alle ausservertraglichen Verpflichtungen sind nach dem Gesetz von England geregelt.

Features	Ziffer 8.5 des Prospekts sieht die Verpflichtung des RSB-Aktionärs vor, nach der Umsetzung der Abschreibungsmaßnahmen weitere Massnahmen zur Wiederherstellung der ausreichenden Kapital- und Finanzlage der RSB durchzuführen.	Keine
-----------------	---	-------

Tabelle 38 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: Tier 2 CoCos im Vergleich²³¹

Auffällig ist, dass der Contingent-Trigger-Punkt erst bei Unterschreiten des CET1 Ratios von unter 2 % in Verbindung mit einer Notifikation der russischen Einlagensicherungsagentur (Deposit Insurance Agency, DIA) in Absprache mit der russischen Zentralbank (Central Bank of the Russian Federation, CBR) ausgelöst würde. Ansonsten weisen die Tier 2 Pflichtwandelanleihen ähnliche Charakteristiken wie Tier 2 Pflichtwandelanleihen in Europa auf.

11.5.5. Umsetzung der Basel-III-Richtlinien in Russland

Russland erliess Anfangs 2014 diverse Neuerungen in Punkto Besicherungsstufen, Trigger-Mechanismen etc. für Banken. Grundsätzlich sind aus Investorenoptik folgende Elemente von Bedeutung:

Nach russischem Recht gibt es nur eine Stufe der Unterordnung bzw. Nachrangigkeit bei Anleihen. In einem Insolvenzzenario sind Senior (un-)besicherte Anleihegläubiger den restlichen (nachrangigen) Anleihegläubiger vorangestellt. Auf eine weitere Differenzierung wird verzichtet.

Bevor ein Write-down oder eine Konversion der CoCos in Aktien erfolgen kann, muss ein Emittent zuerst sein gesamtes Aktienkapital abschreiben.

Der Trigger-Auslösemechanismus ist in Russland stark beschränkt. In westlichen Märkten können Finanzmarktaufsichten zur Sicherstellung der Überlebensfähigkeit eines in Schwierigkeiten geratenen Instituts bzw. zur Wahrung der Finanzmarktstabilität CoCo-Abschreibungen (Write-down) oder CoCo-Konversionen in Aktien (Equity Conversion) auslösen. In Russland kann weder der Staat noch die russische Zentralbank einen solchen Befehl geben. Einzig die 2003 ins Leben gerufene DIA ist unter Einhaltung strikter Regeln dazu befugt.

Nachstehend wird der seit 2014 in Russland angewendete CoCo-Trigger-Prozess tabellarisch dargestellt:

Grundsatzfrage	Entscheidung	Folge
Liegen Gründe für das Einleiten von Präventionsmassnahmen zur Verhinderung eines drohenden Bankkonkurses (BPM) vor?	Nein	kein Trigger
	Ja	nächste Frage
Sieht es die CBR als notwendig an, dass sich die DIA in einen BPM einschaltet?	Nein	kein Trigger
	Ja	nächste Frage
Schätzt die DIA die Bank als systemisch relevant ein und will sie sich in einen BPM einschalten (es besteht eine zehntägige Entscheidungsfrist)?	Nein	kein Trigger
	Ja	nächste Frage

²³¹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Barclays (2014a): «Basel III in Russia – CoCos with a twist», *Demystifying Russian Coco legislation*, Credit Research, 21. Februar 2014, S. 11f.

Genehmigt die CBR den DIA-Plan innert 20 Tagen?	Nein	kein Trigger
	Ja	nächste Frage
Hat die DIA eine der folgenden zwei Massnahmen verschrieben?		
DIA übernimmt Kontrollmehrheit der Bank.		
DIA stellt Kapital zur Verfügung, während strategische Aktionäre die Kontrollmehrheit übernehmen.	Nein	kein Trigger
	Ja	Trigger

Tabelle 39 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: CoCo-Trigger-Prozess²³²

11.6. Fallstudie Kursturbulenzen am Pflichtwandelanleihenmarkt Q1 2016

Contingent-Convertible (CoCo) Anleihen von Investment-Grade-Banken zeigten in den Jahren 2012 bis 2016 eine verhältnismässig stabile Entwicklung auf. Im Rahmen der Markturbulenzen Anfang 2016 weiteten sich die Kreditrisikoprämien für USD-Pflichtwandelanleihen mit Investment Grade gegenüber dem breit abgestützten Investment-Grade Anleihen-Index für US-Unternehmen deutlich aus. Dies kompensierte den Effekt der bis August 2016 fallenden Nominalzinsen in den USA und Europa temporär über. Sowohl der US Fallen Angel High Yield Index als auch der breiter gefasste US High Yield Index hingegen schwächelten schon seit Mitte 2015, wie in der untenstehenden Grafik gut zu sehen ist. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass der Anteil des in diesem Zeitraum stark unter Druck geratenen Energiesektors am US-High-Yield Markt von 7.5 % per Ende 2008 auf über 15 % im Jahr 2015 anstieg. Besonders der US-Schieferölproduktionssektor litt unter dem Ölpreisrückgang von rund USD 110 Mitte 2014 auf kurzfristig unter USD 28 am 20. Januar 2016 stark. Andererseits begannen die Aktienkurse von europäischen und amerikanischen Banken nach den im Juli 2015 erzielten Höchstständen zu fallen, was ebenfalls zu einer Kreditrisikoprämienausweitung führte.

Erweitert man die Beobachtungsperiode der oben genannten volatilen Phase auf einen längeren Betrachtungszeitraum vom 3. Januar 2014 bis 9. Dezember 2016, konnten sämtliche untenstehende USD-bezogenen Fixed-Income-Indizes positive Gesamtergebnisse erzielen:

Index	Total Return in USD
BofA ML USD Investment Grade CoCo Index	+15.2 %
Bloomberg US Corporate Bond Index	+11.6 %
BofA ML US Fallen Angel High Yield Index	+29.9 %
BofA ML US High Yield Index	+14.0 %

Tabelle 40 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: TR Vergleich von USD-Fixed-Income-Indizes²³³

Dabei kann festgestellt werden, dass die seit Mitte des 1. Quartals 2016 anhaltende Erholung bei den amerikanischen Fallen-Angel Anleihen am kräftigsten ausfiel. Bei Fallen Angels handelt es sich um Emittenten, die ihr Investment-Grade-Rating verlieren. Dies führt erfahrungsgemäss kurzfristig zu erhöhter Verkaufstätigkeit bei Anlegern, die beispielsweise durch eigens auferlegte Anlegerrichtlinien oder einer fixen Indexorientierung zur Veräusserung gezwungen werden. Zudem gibt es noch zeitgewichtete Fallen-Angels-Indizes wie beispielsweise der Citi

²³² Eigene Darstellung in Anlehnung an Barclays (2014a): «Basel III in Russia – CoCos with a twist», *Demystifying Russian Coco legislation*, Credit Research, 21. Februar 2014, S. 11f.

²³³ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Time-Weighted US Fallen Angel Bond Select Index. Laut Hausheer (2016)²³⁴ verbleiben die in USD denominierten Anleihen «ab dem Zeitpunkt der Indexaufnahme für 60 Monate im Index, solange sie die Aufnahmekriterien weiter erfüllen». Zu den besagten Indexkriterien gehören laut dem Autor «ein Mindestrating von C (Standard & Poor's) bzw. Ca (Moody's) und ein Maximalrating von BB+ (Standard & Poor's) bzw. Ba1 (Moody's)». Zudem werden im obigen Index erst kürzlich herabgestufte Fallen-Angels Anleihen höher gewichtet als solche, die bereits länger in diesem Status verblieben sind. Mit diesem Verfahren will man das oben umschriebene Phänomen des kurzfristig überproportional hohen temporären Verkaufsdrucks noch besser sichtbar machen. Dies ist in der untenstehenden Beobachtungsperiode vom 3. Januar 2014 bis 23. Dezember 2016 im Sinne einer Überrendite gegenüber dem ursprünglichen US-Fallen Angels Index von BofA Merrill Lynch High Yield Index gelungen.

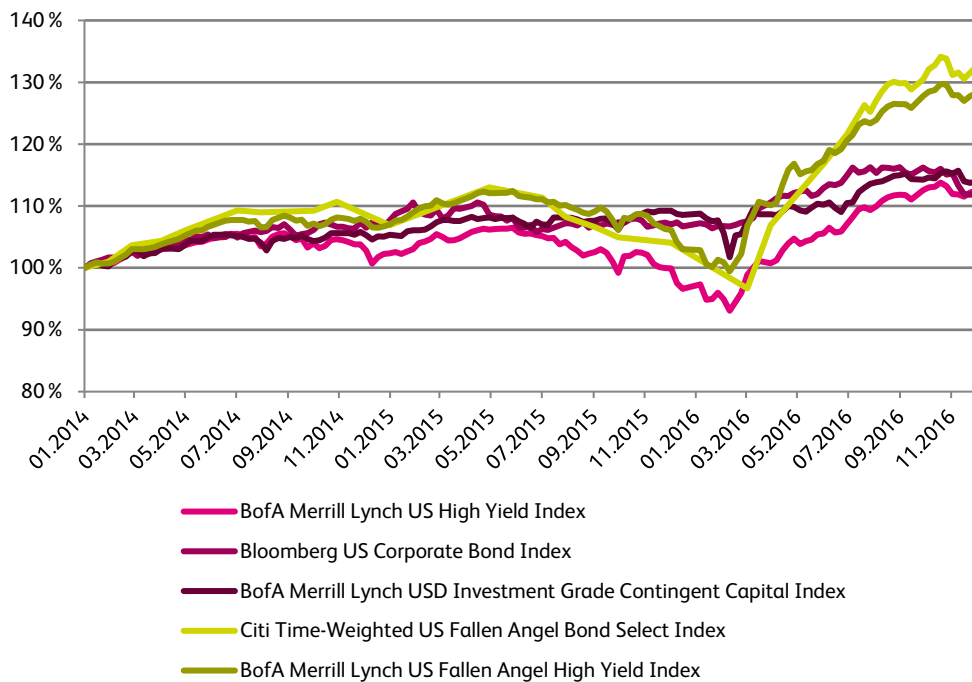


Abbildung 75 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Entwicklung US-Fixed-Income-Indizes nach Segment²³⁵

Bankaktien mussten in der oben genannten Zeit deutlich höhere Verluste erleiden, wie die untenstehende Grafik zeigt. Bisher beobachtbare sowie modellierte Sensitivitäten, wonach Hybride, insbesondere CoCos, nach kurzfristigen Aktienrückgängen von über 25 % einen spürbaren Anstieg des Deltas aufweisen, konnten 2016 nicht falsifiziert werden.

Der maximale Drawdown der CoCos auf wöchentlicher Basis ist mit -7.5 % vom 4. Dezember 2015 bis zum 12. Februar 2016 im Vergleich zum Drawdown von Bankaktien in den USA mit -38.8 % vom 17. Juli 2015 bis 12. Februar 2016 bzw. Bankaktien Europa mit -45.2 % vom 7. August 2015 bis 8. Juli 2016 als moderat einzustufen.

Bei Additional Tier 1 Pflichtwandelanleihen kamen in der oben genannten Zeit bei Investoren Ängste auf, dass die Coupon-Zahlungen temporär ausgesetzt werden könnten, um die Liquidität der Bank zu schonen. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Bezahlung des Coupons bei AT1 Pflichtwandelanleihen diskretionär dem Emittenten unterliegt, da in den innerhalb der Europäischen Union geltenden CRD-IV-Richtlinien Dividenden-Stopper

²³⁴ Hausheer, Andreas (2016): «Gefallene Engel gefallen Anlegern», payoff.ch vom 22. Dezember 2016, URL: <http://www.payoff.ch/news/post/gefallene-engel-gefallen-anlegern> [23.12.2016], S. 1

²³⁵ Eigene Darstellung; Bloomberg

oder Dividenden-Pusher ausdrücklich verboten wurden. Denn ein Dividenden-Stopper-Covenant könnte Dividendenzahlungen, unter Umständen gar Bonuszahlungen, unterbinden, solange Coupons von AT1 Pflichtwandelanleihen nicht an Investoren von Pflichtwandelanleihen gezahlt worden sind.

Es sollte zudem darauf hingewiesen werden, dass das Aussetzen des Coupons keinen Default-Event auslöst. In der noch jungen Geschichte der CoCos kam es bis jetzt noch nie zu einem Aussetzen der Couponzahlungen bei AT1 Instrumenten. Die Einsparungen wären für die meisten Banken verhältnismässig klein, die Verunsicherung bei Investoren jedoch tendenziell gross, denn die Bewertungssensitivität eines CoCos bezüglich Couponzahlung kann als hoch eingestuft werden. Somit sicherten die von der Presse in der oben genannten Phase besonders oft erwähnte Deutsche Bank und Unicredit ihren CoCo-Investoren zu, dass die Coupons aller Pflichtwandelanleihen weiterhin bezahlt werden würden.

Untenstehende Tabelle und Grafik geben die Kursentwicklung der amerikanischen sowie europäischen Banken zwischen dem 3. Januar und dem 9. Dezember 2016 in USD wieder. Nach Berücksichtigung laufend reinvestierter Dividenden ergab sich über die Beobachtungsperiode von fast zwei Jahren der folgende Total Return:

Index	Total Return in CHF
STOXX Europe 600 Banks Index	-12.8 %
MSCI US Banks Net Index	+60.9 %

Tabelle 41 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Total-Return-Vergleich von Bank-Indizes²³⁶

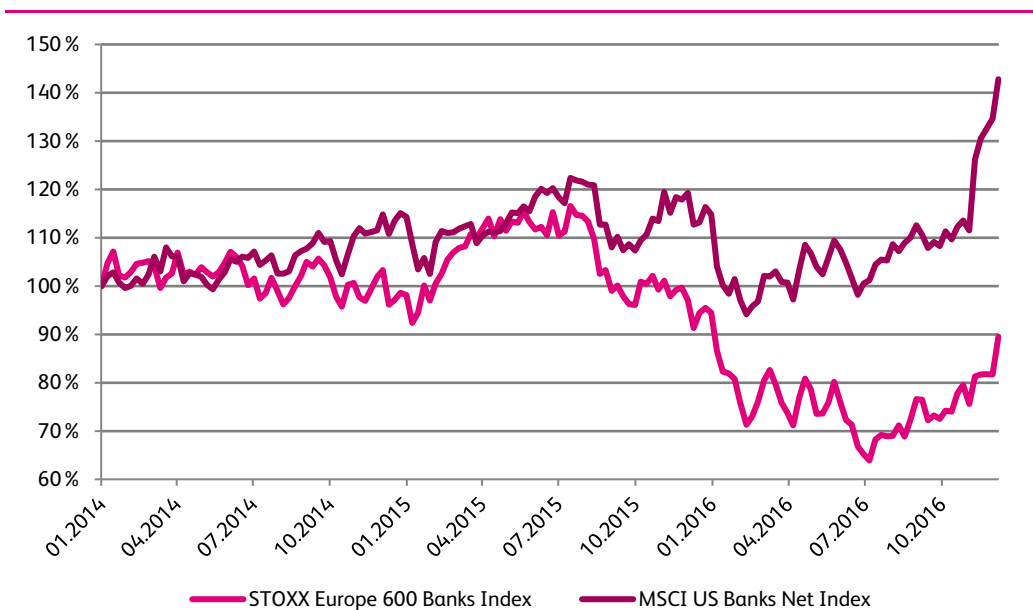


Abbildung 76 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Kursentwicklung von Bank-Indizes²³⁷

US-Banken entwickelten sich von Anfang 2014 bis Ende 2016 deutlich besser. Der Bereinigungsprozess von Altlasten der Finanzkrise, drastische Kosteneinsparungen, höhere Rückstellungen für Kreditausfälle sowie die mehrheitlich höheren Kapitalpuffer gegenüber EU-Banken

²³⁶ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

²³⁷ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

unterstützen das obige Bild. Auch die Zinsstrukturkurve ist im US-Raum steiler als in Europa, was das Zinsdifferenzgeschäft profitabler macht.

Ausgewählte Einzelwerte von Grossbanken aus der Schweiz und Europa zeigen erhebliche Unterschiede beim Total Return in Schweizer Franken auf.

Bank	Total Return in CHF
UBS	+11.7%
Credit Suisse	-35.5%
Deutsche Bank	-51.5%
Commerzbank	-39.2%

Tabelle 42 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: TR-Vergleich ausgewählter Banken²³⁸

Während die UBS als einzige der vier oben genannten Grossbanken einen positiven Gesamtertrag in der Untersuchungsperiode vom 1. Januar 2014 bis 9. Dezember 2016 erzielen konnte, wurden Investoren der anderen drei Banken mit Gesamtverlusten von -35.5% bis -51.5% bedient. Grossbanken wie die Credit Suisse wurden am 6. Juli 2016 bei Kursen von CHF 9.75 mit einer Marktkapitalisierung von nur noch CHF 20.4 Mia. zwischenzeitlich als Übernahmekandidaten gehandelt. Die Auflagen der FINMA und des Bankengesetzes, die damit verbundenen hohen Kapitalanforderungen sowie die Too-big-to-fail (TBTF)-Regelung legen die Messlatte für eine allfällige Übernahme sehr hoch. Zudem müsste eine Bank übernahmewillig sein, was bei den unten aufgeführten Banken nicht der Fall ist. Die Kurs-Buchverhältnisse erreichten im Juni 2016 mit Werten von weniger als 0.3 bei der Deutschen Bank einen neuen Negativrekordwert.

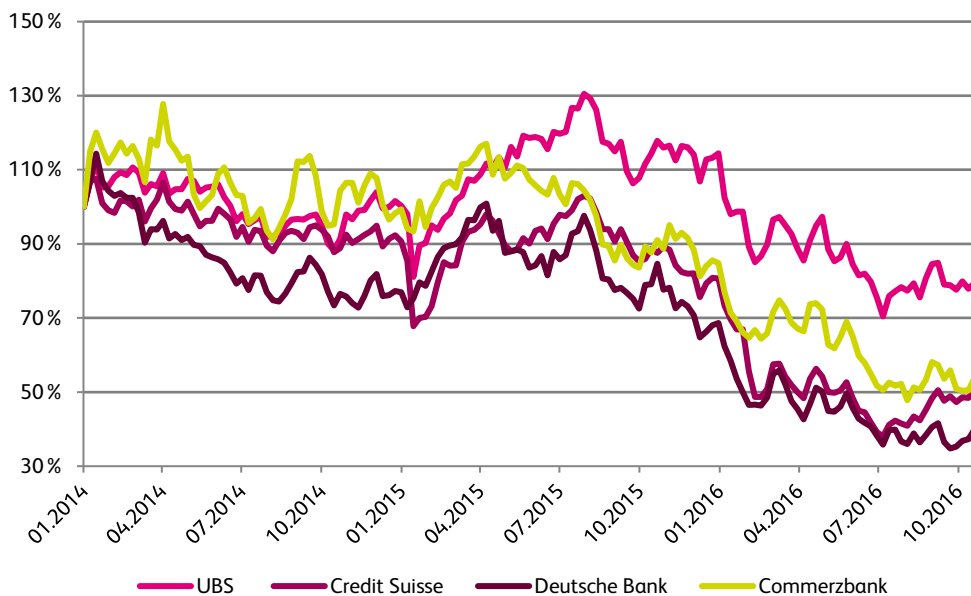


Abbildung 77 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Kursentwicklung ausgewählter Banken²³⁹

²³⁸ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

²³⁹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

Von den Kursturbulenzen wohl am stärksten betroffen waren die CoCos der durch den brasilianischen Staat kontrollierten Grossbank Banco do Brasil. Nachdem die brasilianische Regierung die Banken in den vergangenen Jahren dazu anhielt, das fehlende wirtschaftliche Wachstum mittels erleichterter Vergabe von riskanteren Krediten anzukurbeln, ist dies nicht verwunderlich. Aufgrund der Tatsache, dass Brasilien zudem sieben aufeinanderfolgende Rating-Herabstufungen hinnehmen musste, erscheint die aufgekommene Angst vor künftigen Kreditausfällen bei der Banco do Brasil nicht unbegründet. Zusätzlich ist zu bedenken, dass die Kernkapitalquote der Grossbank per Ende September 2015 gemäss Pacheco und Vasarri (2016)²⁴⁰ bei rund 8.1 % lag. Per Ende des dritten Quartals 2016 wurde die Kernkapitalquote Tier 1 mit 12.2 % angegeben. Die unten abgebildete Additional Tier 1 (AT1) Pflichtwandelanleihe weist einen Abschreibungsmechanismus bei Unterschreiten der Kernkapitalquote von 5.125 % auf. Die Kursverluste in USD betragen bei der Aktie temporär 61.7 %, beim AT1 CoCo mit erstmaligem Kündigungstermin am 15. Mai 2024 45.5 %. Eine in USD denominated Tier 2 Pflichtwandelanleihe der Banco do Brasil mit Laufzeit bis zum 15. Mai 2021 büsste in der obigen Beobachtungsperiode temporär rund 18 % an Wert ein.

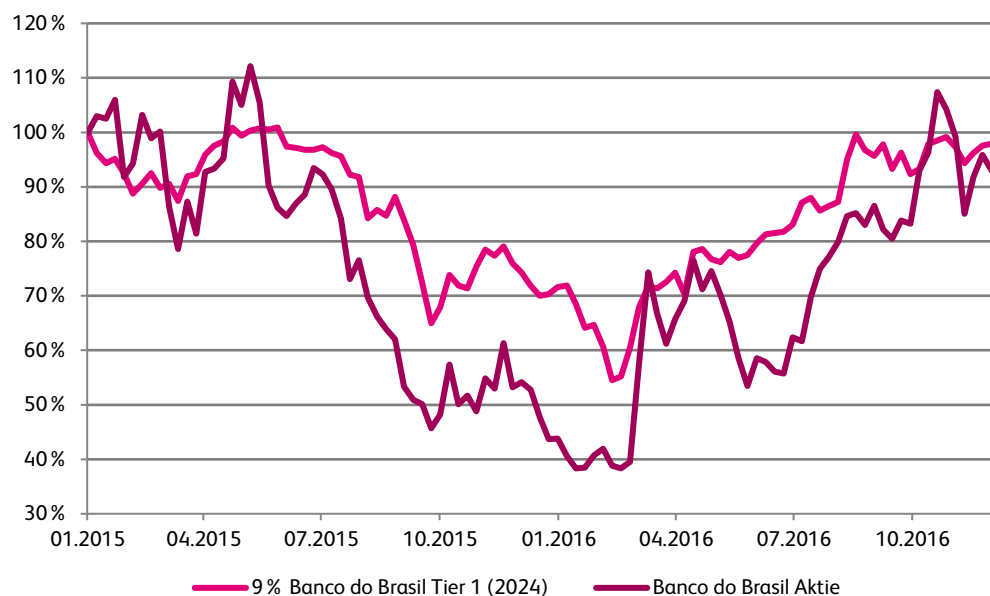


Abbildung 78 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Entw. Banco do Brasil AT1 und Aktie²⁴¹

Da die Bank bereits eine Dividendenkürzung für das Jahr 2016 bekannt gab und zahlreiche Analysten eine Verschlechterung der Bilanzqualität erwarteten, wurde der oben abgebildete AT1 CoCo der Banco do Brasil noch im Frühjahr 2016 als möglicher Write-down-Präzedenzfall gewertet. Seither hat sich die Situation jedoch wieder entschärft.

²⁴⁰ Pacheco, Filipe und Vasarri, Chiara (2016): «World's Worst CoCo Bonds Come Courtesy of Brazil's Government», Bloomberg Beitrag vom 24. Februar 2016, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-24/world-s-worst-coco-bonds-come-courtesy-of-brazil-s-government> [27.02.2016]

²⁴¹ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

11.7. Fallstudie Deutsche Bank: Bilanzierungsstandards und Pflichtwandelanleihen- Covenants behindern Verkauf der Deutschen Postbank

Aktionäre sowie AT1 Investoren der Deutschen Bank leiden seit geraumer Zeit. Per Oktober 2016 sind laut Rasch (2016)²⁴² immer noch rund 7'000 Rechtsfälle offen. Darunter befinden sich unter anderem ein Vergleich mit dem amerikanischen Justizministerium für durchgeführte Hypothekengeschäfte vor 2008 sowie ein britisch-amerikanischer Rechtsfall betreffend Geldwäscherei in Russland. In beiden Fällen wurden Höchststrafzahlungen von über USD 10 Mia. veranschlagt, wobei der Marktkonsens von etwa hälftigen Vergleichszahlungen ausgeht. Damit einhergehend begannen zahlreiche Analysten an der Überlebensfähigkeit der Bank zu zweifeln, sollte keine Kapitalerhöhung durchgeführt werden.

Auf dem Weg zur Stärkung der Kapitalbasis gaben Bilanzierungsstandards und AT1 Pflichtwandelanleihen zu reden, denn die Deutsche Bank kaufte kurz vor Ausbruch der Finanzkrise im Wettbewerb mit der spanischen Grossbank Santander die Deutsche Postbank. Die Bewertung des Engagements lag damals bei rund EUR 8 Mia. Im darauffolgenden schwierigen Umfeld mussten diverse Abschreibungen vorgenommen werden. Allein im Jahr 2015 betrugen die Gesamtabstreiber auf Unternehmensanteilen EUR 5.8 Mia. Doch in der Erfolgsrechnung der Deutschen Bank nach dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) sind diese Abschreibungen nicht zu finden, denn laut Onaran (2016)²⁴³ würde erst ein Verkauf der Deutschen Postbank den unter dem IFRS Standard bereits erfolgten Abschreiber unter HGB-Bilanzrichtlinien erzwingen. Diese Abschreiber wiederum, welche am Markt bis zu EUR 4 Mia. geschätzt werden, würden eine Auszahlung von Zinscoupons bei AT1 Pflichtwandelanleihen je nach Emissionsklauseln verunmöglichen. Dies will die Deutsche Bank unbedingt verhindern. Am 3. November kündigte FitchRating (2016)²⁴⁴ prompt an, das Rating der Bank auf eine Herabstufung zu überprüfen. Zu einem Verkauf der Deutschen Postbank und somit zur Stärkung der Kapitalbasis kam es noch nicht. Dies entspricht einer von CEO John Cryans im Februar 2016 gemachten Aussage über die Kapitalisierung der Bank mit den Worten «absolut solide, wenn man unsere starke Kapital- und Risikolage bedenkt»²⁴⁵. Zur Beruhigung der Märkte wurde am 12. Februar 2016 seitens der Bank gar verlautbart, dass Anleihen im Umfang von USD 5.4 Mia. zurückgekauft werden sollten. Am Markt setzte zwar eine kurze Erholungsrally bei Aktie und auch CoCos ein, doch das übergeordnete Misstrauen gegenüber dem Management und der Solidität der Bankkapitalisierung nahm bereits ab Mitte März 2016 wieder Überhand.

Obiger Sachverhalt reflektierte sich in der Entwicklung des Aktienkurses sowie in den zwei beispielhaft aufgeführten AT1 Pflichtwandelanleihen der Deutschen Bank mit CET1 Trigger von 5.125 % in der Untersuchungsperiode vom 1. Januar 2015 bis 13. Dezember 2016.

²⁴² Rasch, Michael (2016): «Zum Warten auf die Milliardenbussen verdammt», NZZ Gastkommentar vom 27.10.2016

²⁴³ Onaran, Yalman (2016): «What's Keeping Deutsche Bank From Postbank Sale? CoCo Bonds», Bloomberg-Artikel vom 7. November 2016, URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-11-07/what-s-keeping-deutsche-bank-from-selling-postbank-coco-bonds> [23.11.2016], S. 1f.

²⁴⁴ FitchRating (2016): «Fitch places Deutsche Bank on Rating Watch negative», Medienmitteilung vom 3. November 2016, URL: https://www.db.com/ir/en/download/Fitch_on_DB_3_Nov_2016.pdf [17.03.2017], S. 1

²⁴⁵ Richter, Wolf (2016): «Deutsche Bank's CoCo Bonds Speak of Fear of the Worst», Bericht vom 16. September 2016, URL: <http://wolfstreet.com/2016/09/16/deutsche-bank-unglued-again-co-co-bonds-shares-plunge/> [26.11.2016], S.1ff.

Wertpapier	Total Return in CHF
6% DB AT1 (EUR), First-Call 30.04.22	-4.6 %
7.5% DB AT1 (USD), First-Call 30.04.25	+4.0 %
Deutsche Bank Aktie (EUR)	-36.5 %

Tabelle 43 – Fallstudie Deutsche Bank: TR Vergleich Deutsche Bank AT1 und Aktie²⁴⁶

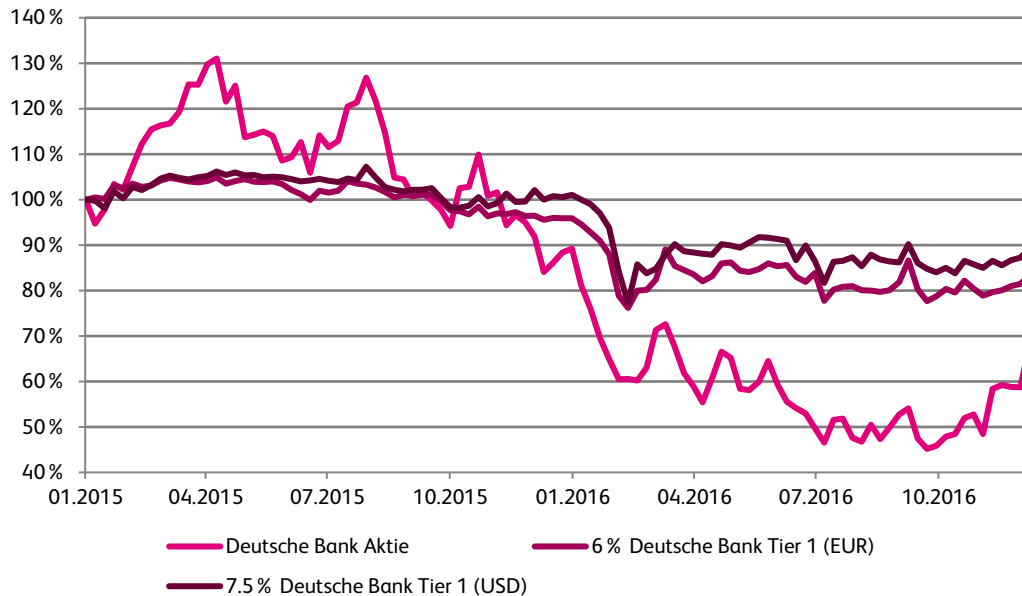


Abbildung 79 – Fallstudie Deutsche Bank: Entwicklung Deutsche Bank AT1 und Aktie²⁴⁷

11.8. Fallstudie Renaissance der Payment-in-Kind (PIK)-Klausel

Laut FitchRatings (2014)²⁴⁸ erlebten PIK Anleihen 2013 eine Renaissance. Mit einem Emissionvolumen von USD 14.8 Mia. (36 PIK Anleihen-Platzierungen) darf dies nach den Spitzenwerten von 2007 und 2008 auch unter Berücksichtigung des bis Ende 2016 zur Verfügung stehenden Datenmaterials als Rekordjahr verbucht werden.

PIK-Klauseln sind typischerweise Gestaltungselemente von hybriden Instrumenten wie auch Hochzinsanleihen. Ursprünglich waren PIK Anleihen für insolvenzgefährdete Unternehmen vorgesehen. Wie die untenstehende Grafik, die für den US-Hochzinsmarkt und dessen Zyklen steht, zeigt, machten Emittenten bei Ausbruch der Finanzmarktkrise im Jahr 2007/2008 sofort von dieser liquiditätsschonenden Emissionsart Gebrauch.

²⁴⁶ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

²⁴⁷ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

²⁴⁸ FitchRatings (2014a): «Pay-in-Kind (PIK) Debt», U.S. Market, Credit and Payment Trends, Special Report vom 21. Januar 2014, S. 1ff.

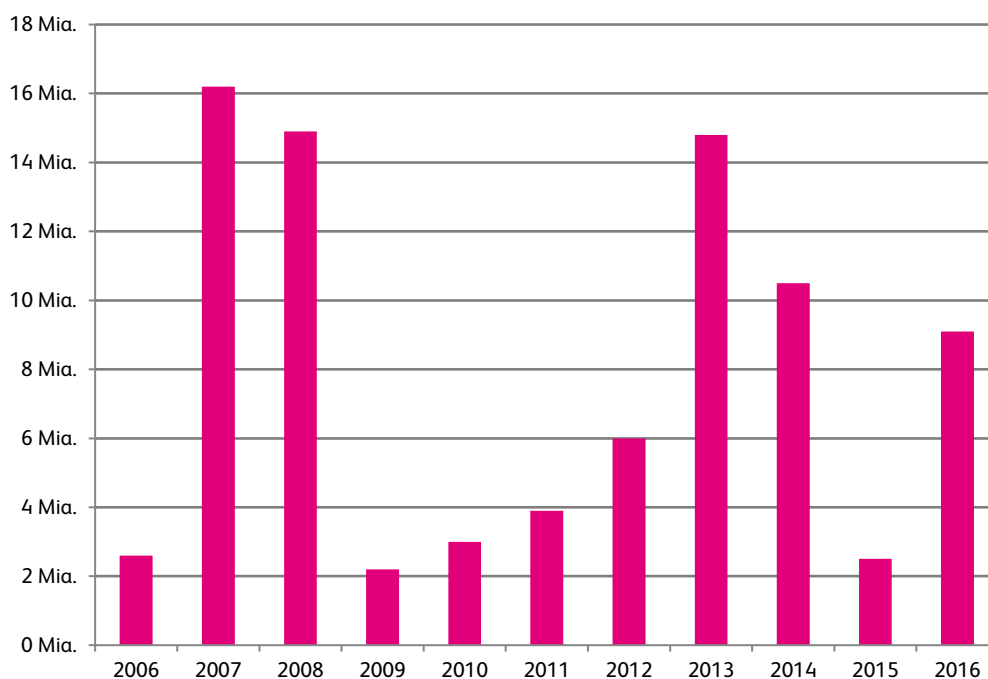


Abbildung 80 – Entwicklung PIK und PIK Toggle Emissionsvolumen USA²⁴⁹

Die oben dargestellten PIK-Emissionszyklen respektive PIK-Emissionsanstiege mit Daten bis Ende Oktober 2016 könnten einen Zusammenhang mit wirtschaftlichen Krisen aufweisen, auf eine statistische Analyse wurde an dieser Stelle verzichtet. Zuletzt liess sich die Beobachtung auch beim Ausbruch des heftigen Energiepreiserfalls 2014 auf Sektorenstufe machen. So versuchte sich der seit Mitte 2014 von einem besonders herausfordernden Umfeld konfrontierte Energie-Sektor, der typischerweise ab dem 28. November 2016 im iBoxx \$ High Yield Corporate Bond Index mit 13.5% gewichtet war, 2016 mittelflusschonend zu refinanzieren. Da Emittenten mit Non-Investment-Grade-Rating das attraktive Zinsumfeld in den Jahren 2013 und 2014 für Neuemissionen nutzten, wird der Refinanzierungsbedarf erst 2017 wieder akut:

²⁴⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an FitchRatings (2014a): «Pay-in-Kind (PIK) Debt», U.S. Market, Credit and Payment Trends, Special Report vom 21. Januar 2014, S. 1ff. (Daten bis 2013) sowie Casiraghi, Luca, Mayes, Joe und Boston, Clarie (2016): «Red-Hot Market Spurs Risky Bonds That Allow Interest Delays», Bloomberg Publikation vom 7. September 2016, URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-07/schaeffler-markets-second-biggest-payment-in-kind-note-globally> [29.11.2016], S. 1ff. (Daten 2014 bis 2016)

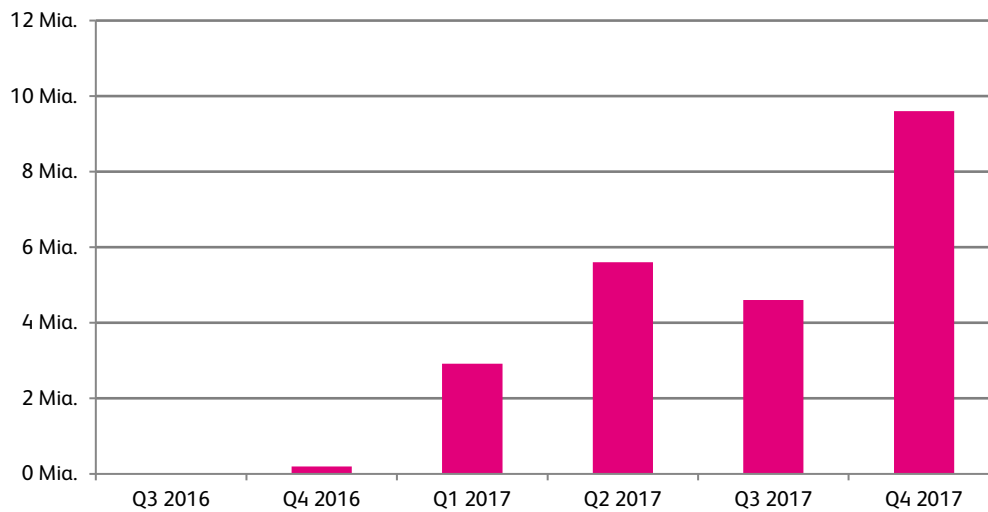


Abbildung 81 – Fälligkeit von US-Hochzinsanleihen in USD²⁵⁰

Die obige Darstellung und Erläuterung von Covenants und insbesondere von der PIK-Klausel zeigt auf, wie die Entwicklung von Hybriden massgeblich vom wirtschaftlichen Umfeld geprägt ist.

11.9. Fallstudie Lanxess Hybridanleihe mit Zinsaufschubsklausel

Im November 2016 tätigte das deutsche Spezialchemie-Unternehmen Lanxess erstmals in seiner Geschichte eine Hybrid-Emission im Umfang von EUR 500 Mio. Das frische Fremdkapital wurde gemäss Lanxess (2016)²⁵¹ für die Übernahme des US-Konkurrenten Chemtura benötigt.

Die Hybridanleihe weist eine maximale Laufzeit von 60 Jahren auf und kann erstmals nach 6.5 Jahren am 6. Juni 2023 gecalled werden. Danach besteht die Möglichkeit einer jährlichen Kündigungsfrist. Der bei der Emission auf 4.5 % festgelegte Coupon wird gemäss Verkaufsprospekt (2016)²⁵² erstmals am besagten ersten Rückzahlungstermin und danach alle fünf Jahre zum fünfjährigen Swapsatz plus 451bp einen Reset erfahren. Ab dem 6. Juni 2028 ist ein Coupon Step-up zur obigen Kreditrisikoprämie von zusätzlich 25bp, ab dem 6. Juni 2043 ein Coupon Step-up von 75bp zur dann bestehenden Kalkulationsbasis vorgesehen. Bei einem Kontroll-/Eigentümerwechsel (Change of Control, CoC) erfährt der Coupon einen Step-up von 500bp, sollte die Hybridanleihe nicht innerhalb von 60 Tagen nach Eintritt des Kontrollwechselereignisses zurückgezahlt worden sein. Es wird angenommen, dass das frische Hybridkapital bis zum ersten Call-Datum von den US-Ratingagenturen Moody's sowie Standard & Poor's je hälftig als Eigen- und Fremdkapital bei der Kennzahlenanalyse angerechnet wird.

Als Fallbeispiel herangezogen wurde die Hybridanleihe jedoch aufgrund ihrer Ausgestaltung der Zinsaufschubs- und Zinsstundungsklauseln. Lanxess behält sich das Recht vor, die Hybrid-Eigner zehn bis 15 Tage vor dem Zinszahlungstermin darüber zu informieren, dass sie die Zinszahlung stunden wird. Zudem behält sich Lanxess vor, die gestundeten Zinszahlungen nicht zu

²⁵⁰ Eigene Darstellung in Anlehnung an Haldner, Tina (2016): «Junk-Bond-Krise spitzt sich zu», *Finanz und Wirtschaft* vom 13. Februar 2016, S. 19

²⁵¹ Lanxess (2016a): «Lanxess successfully issues first hybrid bond», *Pressemitteilung* vom 29. November 2016, URL: <http://lanxess.com/en/corporate/media/press-releases/2016-00091e/> [20.12.2016], S. 1

²⁵² Lanxess (2016b): «Subordinated Callable Resettable Fixed Rate Notes due 2076», *Verkaufsprospekt*, 1. Dezember 2016, URL: http://lanxess.de/fileadmin/user_upload/Downloads/Bond/LANXESS_AG_Hybrid_-_Final_Prospetus__1_December_2016_.PDF [20.12.2016], S. 1ff.

verzinsen. Die gestundeten Coupons müssen hingegen beim nächsten Pflichtabrechnungsdatum (sogenanntes Mandatory Settlement Date) ausbezahlt werden. Das erste Pflichtabrechnungsdatum wird mit acht konditionellen Tatbeständen im Emissionsprospekt umschrieben.

Lanxess hatte trotz der oben genannten, aus Investorensicht unvorteilhaften, Covenants keinerlei Probleme, die avisierten EUR 500 Mio. Kapital am Markt zu beschaffen. Der ursprünglich auf 5.0 % bis 5.125 % avisierte Coupon²⁵³ wurde gar in der Buchbildungsphase auf 4.5 % abgesenkt. Auf Investorensite wurde am Markt argumentiert, dass die Entschädigung für die aufgeweichten Covenants relativ hoch ausgefallen sei, was die Daten vom 20. Dezember 2016 nicht falsifizieren:

Underlying	G-Spread
4.5 % Lanxess 60yr NC 2023 Corp Hybrid	+406bp
6-jähriger Lanxess Senior Credit-Default-Spread	+81bp

Tabelle 44 – Kreditrisikoprämie Lanxess nach Rang²⁵⁴

Dies entspricht einem Kreditrisikoprämien-Multiple von 5.0, was rund ein Fünftel über dem Mittelwert früherer Untersuchungen (vgl. CDS Multiplikator Methode) liegt.

11.10. Fallstudie Währungseinfluss: Unterschiedliche Pflichtwandelanleihen-Kreditrisikoprämien

Am 3. April 2014 erschien ein Research Paper der britischen Bank Barclays PLC (2014)²⁵⁵, das Kreditrisikoprämien von CoCos nach Währungen untersuchte. Kernaussage des Berichts war, dass in EUR und GBP denominierte CoCos zu höheren Spreads gehandelt werden und die Spread-Differenz zwischen in EUR und USD denominierten CoCos auf einem neuen Allzeithöchst notiert. Barclays vermutete, dass die Überperformance von USD-CoCos auf eine breitere Investorenbasis zurückzuführen sei. Es wurde davon ausgegangen, dass die Marktineffizienz zunehmend Arbitrage auf den Markt rufen wird und sich die Spreads zwischen USD- und EUR-CoCos künftig wieder annähern sollten.

An dieser Stelle muss darauf hingewiesen werden, dass für eine wissenschaftliche Erhärtung dieser Beobachtung die einzelnen CoCo-Ausstattungs-elemente wie beispielsweise (Non-) Call-Elemente, CET1 Trigger-Höhe, Adjustierung für Unsicherheitsfaktoren längerer Durationen, länderspezifische Risiken (sowohl auf politischer Ebene als auch Exposure der Bank) wie auch Fälligkeitsstrukturen von Banken berücksichtigt werden müssen.

Das Phänomen der aus Investorensicht tendenziell günstigen EUR-CoCos gegenüber den tendenziell teuren USD-CoCos war ab 2012 bei zahlreichen Emittenten zu beobachten. Dennoch muss darauf hingewiesen werden, dass es Unterschiede zwischen in EUR, GBP und USD denominierten CoCos hinsichtlich Emissionsgrösse und durchschnittlich gehandeltem Volumen gibt, die möglicherweise einen Teil dieser Kreditrisikoprämien-Unterschiede erklären können. Zur Schaffung weiterer Evidenz werden ausgedehntere Untersuchungen notwendig sein.

²⁵³ Credit Suisse (2016b): «EUR New Issue - Lanxess 60yr NC 2023 Corp Hybrid (LXSGR)», New Issue Announcement vom 29. November 2016, S. 1

²⁵⁴ Eigene Darstellung, Daten Bloomberg

²⁵⁵ Barclays PLC (2014b): «CoCos – growing EUR-USD mispricing», Research Paper per 3. April 2014, S. 1ff.

12. Zusammenfassung und Ausblick

Obwohl die ersten US-Hybridanleihen bereits in den 1980er Jahren emittiert wurden, führten erst die jüngsten Geschehnisse der globalen Finanzkrise ab 2008 zu einer Renaissance des Hybridkapitals. Nicht zuletzt aufgrund zahlreicher neuer Vorschriften von Aufsichtsbehörden zur Bereitstellung von Absorptionskapital bei Finanzintermediären bildeten sich in den vergangenen acht Jahren heterogene Hybridkapitalmärkte.

Die Heterogenität der einzelnen Instrumente erschwert zum aktuellen Zeitpunkt einen direkten Vergleich. Auch länderspezifische Unterschiede in der Auslegung von Mindestanforderungen der Kapitalpuffer bei Finanzintermediären sowie die damit verbundenen ausgearbeiteten Trigger-Mechanismen lassen selbst professionelle Marktakteure bei der Hybridbewertung bis heute unterschiedlich vorgehen. So kommt es nicht selten vor, dass unterschiedliche Research-Anbieter sich voneinander unterscheidende Schlüsse zur Attraktivität von einzelnen CoCos ziehen. Der Due-Diligence-Aufwand ist dementsprechend hoch und nur beschränkt skalierbar.

Mit der aktuell anhaltenden Bewegung der Hybrid-Renaissance, bei der selbst eher als konservativ geltende Anlagefondsanbieter Pflichtwandelanleihen-Publikumsfonds emittieren und sich parallel dazu einige CoCo-Indizes etablieren konnten, scheinen die Chancen für einen Reifeprozess dieser Fixed-Income-Sub-Assetklasse nach wie vor intakt zu sein.

Mit den ab 1. Januar 2016 geltenden Anforderungen an die erhöhte Gesamtkapitalquote für Finanzintermediäre (Solvency II für Versicherer) respektive den Basel-III-Richtlinien in ihrer letzten Stufe für Banken ab 1. Januar 2019 werden Bankbilanzen zumindest auf der passiven Seite einer innovativen Grossbaustelle gleichen. Ob das künftig von Banken zur Verfügung zu stellende, harte Eigenkapitalpolster einer künftigen wirtschaftlichen Stressphase für eine Verlustabsorption vollumfänglich ausreichen wird, wird sich erst noch zeigen. Forschungsergebnisse der letzten sieben Jahre konnten zwischen der Kreditportfolioqualität und den dafür künftig erhöhten Eigenkapitalanforderungen kaum erkennbare Positiveffekte nachweisen.

Gleichzeitig müssen sich auch Regulatoren darüber bewusst werden, dass Veränderungen dieses Ausmasses und deren Wirksamkeit Zeit benötigen. Auch darf nicht vergessen werden, dass der Finanzmarkt zu den am stärksten regulierten Sektoren gehört, was manchem Akteur zwischenzeitlich sehr bürokratisch vorkommen mag. Anstelle von noch mehr Regulierung scheint eine verantwortungsvolle Kultur von Finanzmarktakteuren gegenüber sämtlichen Stakeholdern sowie ein gutes Augenmass aller Akteure in einem von Wettbewerb geprägten System eine attraktive Alternative.

Aus Investorensicht bietet – ausreichende Kenntnisse vorausgesetzt – die aktuelle, finanzarchitektonische Grossbaustelle Opportunitäten. So werden spezifische, aktuell ausstehende Hybridanleihen im Rahmen des sich allmählich stärkenden Wirtschaftsumfelds als attraktiv gegenüber vorrangigen Anleihen eingestuft. Der beobachtbare Renditedruck bei Investoren dürfte die Nachfrage gegenüber Hybridpapieren weiter hochhalten, was schlussendlich in eine Verengung der Kreditrisikoprämien münden wird.

Im Zusammenhang mit den in der Schweiz und in der Eurozone verbreiteten Negativzinsen tun Investoren jedoch gut daran, bei den emittierten Hybridpapieren die in letzter Zeit teilweise aufgeweichten Covenants zu beobachten. Denn jüngst herausgegebene Hybridpapiere weisen trotz weitgehend beständigem Risikoprofil im historischen Vergleich verhältnismässig tiefe Kreditausfallprämien für die Zeit nach der Non-Call-Phase auf. Aus Emittentensicht sind sie gar so kostengünstig, dass davon ausgegangen werden muss, dass sie ohne Regime-Wechsel bei Ratingagenturen beispielsweise beim ersten Call-Termin nicht zurückgezahlt werden und sich die Duration somit im Extremfall auf mehrere Dekaden erhöhen könnte. Es wird daher spannend sein, zu sehen, welche Interessen Hybridemittenten höher gewichten: Die der Investoren, was zur Rückzahlung alter respektive zur Emission neuer Hybridanleihen zur besseren

Planbarkeit führen dürfte, oder die eigenen ökonomischen Interessen (Floating alter Hybridpapiere zu attraktiven Konditionen, die von Ratingagenturen weiter anerkannt bleiben, emittiert in der jüngsten Niedrigzins- und Kreditrisikoprämienphase).

Bei unzureichenden Kenntnissen im globalen Hybridmarkt wird besonders Privatinvestoren empfohlen, einen ausgewiesenen Sachverständigen zur Beratung heranzuziehen. Die Vertreter Becker, Tophoven und Yoo (2014)²⁵⁶ der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin haben «erhebliche Zweifel, ob CoCo Bonds ein geeignetes Anlageprodukt für Privatanleger darstellen». Sie stützen diese These auf den vier Elementen komplexe Produktstruktur, Zweckbestimmung, schwierige Bewertung sowie den potenziellen Interessenkonflikt auf Bankenseite.

Die dokumentierten Fallstudien konnten aufzeigen, dass sich der Markt in der Einstufung von Call-Wahrscheinlichkeiten und folglich der Bewertung von Hybriden wiederholt geirrt hat. Doch genau die hohe Komplexität bietet sachkundigen Fixed-Income-Investoren herausragende Anlagemöglichkeiten.

²⁵⁶ Becker, Thorsten, Tophoven, Axel und Yoo, Chan-Jae (2014): «CoCo Bonds: Risiken für Privatanleger», *BaFin Journal* vom 1. Oktober 2014, URL: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2014/bj_1410.pdf?__blob=publicationFile&v=6 [20.12.2016], S. 1

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1 – Zuteilungsverfahren EK/FK-Quote von Hybridkapital bei US-Ratingagenturen	13
Tabelle 2 – Ratingunterschiede Senior vs. AT1 Fremdkapital	14
Tabelle 3 – Ratingunterschiede Senior- vs. Subordinated-unbesichertem Fremdkapital	15
Tabelle 4 – Hybrid Covenants im Überblick	18
Tabelle 5 – Übersicht Merkmale von Additional Tier 1, Tier 2 und Tier 3 Pflichtwandelanleihen	19
Tabelle 6 – Hybridkapital-Testimonials von Moody's	26
Tabelle 7 – Begriffe aus dem CoCo-Jargon	30
Tabelle 8 – Heterogenität von Hybridanleihen	36
Tabelle 9 – Barclays-Bank Anleihenrisikoaufschläge nach Rang	40
Tabelle 10 – Beispiel Deutsche Bank CoCo Non-Call	48
Tabelle 11 – Verteuerung HSBC AT1 Pflichtwandelanleihenemission 2014 vs. 2016	59
Tabelle 12 – Hybrid-Anlagefonds und -ETFs	63
Tabelle 13 – Hybridanleihen Schweiz im Vergleich	66
Tabelle 14 – Banken Pflichtwandelanleihen Schweiz im Vergleich (1)	67
Tabelle 15 – Banken Pflichtwandelanleihen Schweiz im Vergleich (2)	69
Tabelle 16 – Banken Pflichtwandelanleihen Schweiz im Vergleich (3)	70
Tabelle 17 – Eigenmittelanforderungen nach Assetklassen und Rating für Versicherungen	72
Tabelle 18 – Total Return Swiss Re Cat Bond TR Index vs. MSCI World Index	76
Tabelle 19 – Ökonomische Verluste durch Naturkatastrophen	78
Tabelle 20 – Vergleich Credit Suisse AT1 und Tier 2 Pflichtwandelanleihen	81
Tabelle 21 – Total-Return Pflichtwandelanleihen und Aktie der Credit Suisse	81
Tabelle 22 – Total Return Raiffeisenbank International Pflichtwandelanleihen und Aktie	83
Tabelle 23 – Total Return Swiss Life Perpetuals und Aktie	84
Tabelle 24 – Total Return Swiss Re Perpetuals und Aktie	84
Tabelle 25 – Total Return Hybridanleihe und Aktie der RWE	85
Tabelle 26 – Total Return Valora Hybridanleihe und Aktie	86
Tabelle 27 – Total Return Arysza Hybridanleihe und Aktie	87
Tabelle 28 – Korrelationen und Total Returns von AT1 Pflichtwandelanleihen vs. Aktien 19.10.2015 bis 25.04.2016	94
Tabelle 29 – Wirkungszusammenhang zwischen CoCo-Preis und CoCo-Eigenschaften	96
Tabelle 30 – Kreditfundamentaldatenanalyse	97
Tabelle 31 – Einjährige Rating-Veränderungswahrscheinlichkeit von Unternehmen	98
Tabelle 32 – Herleitung Ertragsbarwert einer einjährigen AT1 Anleihe	98
Tabelle 33 – Rock-Bottom-Spread-Matrix nach Rating und Laufzeit	99
Tabelle 34 – CDS-Multiplikator-Methode und cheap/rich-Analyse von Hybriden	100
Tabelle 35 – Risikoprämienzerlegung von Hybridkapital	102
Tabelle 36 – Insolvenz-Rückgewinnungsraten von Fremdkapital nach Rang	102
Tabelle 37 – Fünfjährige Ausfallrisiken von Industriestaaten 2011 vs. 2016	115

Tabelle 38 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: Tier 2 CoCos im Vergleich	132
Tabelle 39 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: CoCo-Trigger-Prozess	133
Tabelle 40 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: TR Vergleich von USD-Fixed-Income-Indizes	133
Tabelle 41 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Total-Return-Vergleich von Bank-Indizes	135
Tabelle 42 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: TR-Vergleich ausgewählter Banken	136
Tabelle 43 – Fallstudie Deutsche Bank: TR Vergleich Deutsche Bank AT1 und Aktie	139
Tabelle 44 – Kreditrisikoprämie Lanxess nach Rang	142

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 – Einordnung und Eigenschaften von Hybridkapital	11
Abbildung 2 – Die vier Einflussfaktoren der Hybridkapitalkreditrisikoprämie	12
Abbildung 3 – Non-Financial Hybrid-Emissionsvolumenanteil in Europa nach Sektor	22
Abbildung 4 – Entwicklung Non-Financial Hybrid-Emissionsvolumen in Mia. EUR	23
Abbildung 5 – Non-Financial Hybrid-Emissionsvolumen nach Rating in Mia. EUR	24
Abbildung 6 – First-Call-Daten ausstehender Non-Financial Hybride in Mia. EUR	25
Abbildung 7 – Core Tier 1 Capital in % of RWA	32
Abbildung 8 – Merkmale von Pflichtwandelanleihen	35
Abbildung 9 – Triggerstruktur am europäischen AT1 Markt (Ende Oktober 2016)	37
Abbildung 10 – Bail-in-Kaskade für Gläubiger	39
Abbildung 11 – CET1 Kapital und Ratio sowie Puffer der UBS	40
Abbildung 12 – Kursentwicklung AT1 CoCo Zürcher Kantonalbank	41
Abbildung 13 – CRD-Eigenkapitalanforderungen für Banken ab 2019	44
Abbildung 14 – Kapitalanforderungen Banken nach Regime und Ländern	45
Abbildung 15 – Beispiel Deutsche Bank CoCo Non-Call	48
Abbildung 16 – Ausstehendes Bankenfremdkapital nach Rang und Währung in Mia. USD (November 2013)	50
Abbildung 17 – Gesamtvolumen an Financial und Non-Financial Hybridkapital in Mia. USD (November 2013)	51
Abbildung 18 – Anzahl Emissionen und First-Call-Daten auf Quartalsbasis	52
Abbildung 19 – Core Tier 1 Capital in % of RWA (Dezember 2007)	52
Abbildung 20 – Erwartetes AT1 Emissionsvolumen bis 2019 in Mia. EUR	54
Abbildung 21 – Erwartetes AT1 Emissionsvolumen bis 2019 nach Region in Mia. EUR	55
Abbildung 22 – Grösste Emittenten von Pflichtwandelanleihen in Mia. USD	55
Abbildung 23 – Anzahl ausstehende AT1 Pflichtwandelanleihen (CRD IV kompatibel)	56
Abbildung 24 – Verlustabsorptionsmechanismen bei europäischen AT1 Pflichtwandelanleihen (Oktober 2016)	57
Abbildung 25 – Emissionswährung bei europäischen AT1 Pflichtwandelanleihen (Oktober 2016)	57
Abbildung 26 – Puffer zur Unterkapitalisierung (CBR-Puffer) bei europäischen Banken (2015)	58
Abbildung 27 – Investoren von Pflichtwandelanleihen nach Investorengruppe (2014)	60
Abbildung 28 – Investoren von Pflichtwandelanleihen nach Geografie (2014)	61
Abbildung 29 – Entwicklung BofA Merrill Lynch USD Contingent Capital Index	61
Abbildung 30 – Index des BofA Merrill Lynch USD Contingent Capital Zusammensetzung nach Rating	62
Abbildung 31 – BofA Merrill Lynch USD Contingent Capital Index Kreditrisikoprämie nach Rating	62
Abbildung 32 – Pflichtwandelanleihen Anlagefonds und ETFs	63
Abbildung 33 – Handelsvolumen Glarner Kantonalbank AT1 Contingent Convertible	68
Abbildung 34 – Handelsvolumen Credit Suisse AT1 Contingent Convertible	69
Abbildung 35 – Präferenzen Hybridkapital: Regulator, Emittent und Investor	72
Abbildung 36 – Einfluss historischer Hurrikans auf das SST Ratio der Swiss Re	75
Abbildung 37 – Entwicklung Marktvolumen Katastrophenanleihen und ILS in Mio. USD	76
Abbildung 38 – Entwicklung Swiss Re Cat Bond Total Return Index vs. MSCI World Index	77

Abbildung 39 – Entwicklung ILS-Kreditrisikoprämien und erwarteter Verlust	78
Abbildung 40 – Entwicklung global versicherter Katastrophenrisiken in Mia. USD	79
Abbildung 41 – Entwicklung global aufgetretener und versicherter Katastrophenrisiken in Mia. USD	79
Abbildung 42 – Kursentwicklung Pflichtwandelanleihen und Aktie der Credit Suisse	82
Abbildung 43 – Kursentwicklung Raiffeisenbank Int. Pflichtwandelanleihen und Aktie	83
Abbildung 44 – Kursentwicklung Swiss Life Perpetuals und Aktie	84
Abbildung 45 – Kursentwicklung Swiss Re Perpetuals und Aktie	85
Abbildung 46 – Kursentwicklung RWE Hybridanleihe und Aktie	86
Abbildung 47 – Kursentwicklung Valora Hybridanleihe und Aktie	87
Abbildung 48 – Kursentwicklung Aryzta Hybridanleihe und Aktie	88
Abbildung 49 – Beispiel Preisentwicklung UBS AT1 vs. Aktie	92
Abbildung 50 – Beispiel Preisentwicklung Credit Suisse AT1 vs. Aktie	92
Abbildung 51 – Beispiel Preisentwicklung Deutsche Bank AT1 vs. Aktie	93
Abbildung 52 – Beispiel Preisentwicklung HSBC AT1 vs. Aktie	93
Abbildung 53 – Korrelationen von AT1 Pflichtwandelanleihen vs. Aktien 19.10.2015 bis 25.04.2016	94
Abbildung 54 – Kreditaufschläge vor- und nachrangiges Fremdkapital Banken (November 2016)	101
Abbildung 55 – CET1 Ratios von europäischen Grossbanken	104
Abbildung 56 – Dekomposition von Non-Financial Hybrid-Prämien (in Bp)	109
Abbildung 57 – Entwicklung Senior vs. Subordinated Kreditrisikoprämien von Non-Financials (in Bp)	110
Abbildung 58 – Entwicklung Differenz Senior vs. Subordinated Kreditrisikoprämien von Non-Financials (in Bp)	111
Abbildung 59 – Entwicklung Kreditrisikoprämien IG und Non-IG von Non-Financials (in Bp)	111
Abbildung 60 – Entwicklung Differenz Kreditrisikoprämien IG vs. Non-IG von Non-Financials (in Bp)	112
Abbildung 61 – Entwicklung Credit Default Swap Sätze Industriestaaten 2011 vs. 2016	114
Abbildung 62 – Non-performing Loans nach Bankengrösse	116
Abbildung 63 – Durchschnittliche Insolvenzabwicklungszeit in Jahren nach Region	118
Abbildung 64 – Durchschnittliche Rückgewinnungsrate und Kosten nach Region	119
Abbildung 65 – Durchschnittliche Rückgewinnungsrate von Unternehmen nach Rang	119
Abbildung 66 – Durchschnittliche Ausfallraten pro Sektor in der kurzen und langen Frist	120
Abbildung 67 – Durchschnittliche und Median-Ausfallraten nach Rating	121
Abbildung 68 – Kumulierte Ausfallraten für die Jahre eins bis fünf nach Rating	122
Abbildung 69 – Fallstudie Entwicklung CS-Aktie und AT1 nach Aufhebung des EUR/CHF Mindestkurses	125
Abbildung 70 – Fallstudie vorzeitige Kündigung von europäischen Hybriden I	126
Abbildung 71 – Fallstudie vorzeitige Kündigung von europäischen Hybriden II	127
Abbildung 72 – Fallstudie Nicht-Kündigung von europäischen Hybriden	128
Abbildung 73 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: DIA Funktionen	129
Abbildung 74 – Fallstudie CoCo Bonds in Russland: DIA-Bankenrehabilitationsprogramme	130
Abbildung 75 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Entwicklung US-Fixed-Income-Indizes nach Segment	134
Abbildung 76 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Kursentwicklung von Bank-Indizes	135
Abbildung 77 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Kursentwicklung ausgewählter Banken	136
Abbildung 78 – Fallstudie Turbulenzen Q1 2016: Entw. Banco do Brasil AT1 und Aktie	137
Abbildung 79 – Fallstudie Deutsche Bank: Entwicklung Deutsche Bank AT1 und Aktie	139
Abbildung 80 – Entwicklung PIK und PIK Toggle Emissionsvolumen USA	140

Abbildung 81 – Fälligkeit von US-Hochzinsanleihen in USD

141

Literaturverzeichnis

- Admin (2015): «Erläuterungsbericht zu Änderungen der Eigenmittelverordnung und der Bankenverordnung», URL: https://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/2695/Eigenmittelverordnung_Erl.-Bericht_de.pdf [21.01.2017], S. 11f.
- Admin (2016): «Bundesrat verabschiedet Anpassung der „Too-big-to-fail“-Bestimmungen», URL: <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-61681.html> [21.01.2017], S. 1
- Admin (2017): «Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler», Anrechenbare Eigenmittel, Kapitel Berechnung, URL: <https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20121146/index.html> [21.01.2017], S. 1ff.
- Aebersold Szalay, Claudia (2016): «Europas Bankenbranche auf wackligen Beinen», NZZ Artikel vom 20. Juli 2016, URL: <http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/europas-bankenbranche-auf-wackligen-beinen-italienist-nicht-allein-ld.106608> [28.11.2016], S. 1ff.
- Aon Benfield (2016): «Reinsurance Market Outlook», Januar 2016 Ausgabe, URL: <http://thoughtleadership.aon-benfield.com/Documents/20160101-ab-analytics-reinsurance-market-outlook-january-2016.pdf> [24.11.2016], S.21
- Arnold, Martin, Hale, Thomas und Noonan, Laura (2016): «Bank coco market faces uphill struggle», Bericht in der Financial Times vom 23. Februar 2016
- Artemis (2016a): «ILS market rate-on-line continues rise, but risk increases: Lane Financial», Average Secondary Market Yield Spreads and Average Expected Losses (as Issued), URL: <http://www.artemis.bm/blog/2016/07/07/ils-market-rate-on-line-continues-rise-but-risk-increases-lane-financial/> [17.12.2016], S.1
- Artemis (2016b): «Q3 2016 Catastrophe Bond & ILS Market Report»; Weather risk returns, private deals, market growth Q3 2016 Report, URL: [http://www.artemis.bm/artemis_ils_market_reports/downloads/q3_2016_cat_bond_ils_market_report.pdf?utm_source=Article&utm_medium=Link&utm_content=Q32016Report&utm_campaign=Basel III in Russia – CoCos Q32016Report](http://www.artemis.bm/artemis_ils_market_reports/downloads/q3_2016_cat_bond_ils_market_report.pdf?utm_source=Article&utm_medium=Link&utm_content=Q32016Report&utm_campaign=Basel%20III%20in%20Russia%20-%20CoCos%20Q32016Report) [23.11.2016], S. 16
- Avdjiev, Stefan, Kartasheva, Anastasia und Bogdanova, Bilyana (2013): «CoCos: a primer», BIS Quarterly Review 2013, September 2013, S. 54
- Banca d'Italia (2016): «Questions and answers on the solution of the crises at the four banks under resolution», URL: <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/d-e-r-quattro-banche/index.html?com.dot-marketing.htmlpage.language=1> [30.04.2019]
- Bank of America Merrill Lynch (2016): «USD Contingent Capital Index Factsheet», Daten per 25. November 2016, Bloomberg
- Bank of England (2016): «Stress testing the UK banking system: 2016 results», URL: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/fpc/results301116.pdf> [10.12.2016], S. 46
- Barclays (2014a): «Basel III in Russia – CoCos with a twist», Demystifying Russian Coco legislation, Credit Research, 21. Februar 2014, S. 11f.
- Barclays PLC (2014b): «CoCos – growing EUR-USD mispricing», Research Paper per 3. April 2014, S. 1ff.
- Becker, Roman, Berndt, Thomas, Vollmar, Jens (2012): «Anforderungen an die Ausgestaltung von CoCo Bonds», Der Schweizer Treuhänder, Ausgabe 3/2012, S. 125ff.
- Becker, Thorsten, Tophoven, Axel und Yoo, Chan-Jae (2014): «CoCo Bonds: Risiken für Privatanleger», BaFin Journal vom 1. Oktober 2014, URL: http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/BaFinJournal/2014/bj_1410.pdf?__blob=publicationFile&v=6 [20.12.2016], S. 1
- Berg, Tobias und Kaserer, Christoph (2014): «Does contingent capital induce excessive risk-taking?», Working Paper Universität Bonn und Technische Universität München, S. 1
- BIZ (1988): «Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen», Juli 1988, URL: <http://www.bis.org/publ/bcbsc111de.pdf> [18.01.2017], S. 4
- BMI Research (2016): «Corporate Financing Analysis - Hybrid Bonds Enjoy A Revival», Publikation vom 26. September 2016, URL: <http://www.corporatefinancingweek.com/corporate-financing-analysis-hybrid-bonds-enjoy-revival-26-sept-2016> [24.11.2016], S. 1
- Bow, Michael (2016): «Is the market in European Coco bonds about to pop?», Report Independent.co.uk vom 11. Februar 2016, S. 1ff.

- Brigo, Damiano und Tarengi, Marco (2004): «Credit Default Swap Calibration and Equity Swap Valuation under Counterparty Risk with a Tractable Structural Model», FEA 2004 Konferenz am MIT vom 8. Bis 10. November 2004, Cambridge, Massachusetts, S. 1ff.
- Casiraghi, Luca, Mayes, Joe und Boston, Clarie (2016): «Red-Hot Market Spurs Risky Bonds That Allow Interest Delays», Bloomberg Publikation vom 7. September 2016, URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-07/schaeffler-markets-second-biggest-payment-in-kind-note-globally> [29.11.2016], S. 1ff.
- Clerc-Renaud, Sébastien, Neuberger, Doris, Reifner, Udo und Rissi, Roger (2011): «CRD IV - Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements Directive IV», European Parliament (Hrsg.), Brüssel, Juni 2011, S. 1ff.
- Corcuera, José Manuel et al. (2013): «Efficient Pricing of Contingent Convertibles Under Smile Conform Models», Journal of Credit Risk, S. 1ff.
- Corcuera, José Manuel und Valdivia, Arturo (2015): «Pricing CoCos with a Market Trigger», Stochastics of Environmental and Financial Economics: Centre of Advanced Study, Oslo, Norway, Volume 138, S. 179ff.
- Credit Suisse (2014): «Investment Alert», Investment Strategy; Corporate Hybrid Bonds, 17. Juni 2014, S. 3
- Credit Suisse (2016a): «High-Trigger Capital Instruments», Information for Debt Investors, URL: <https://www.credit-suisse.com/ph/en/about-us/investor-relations/information-for-debt-investors/high-trigger-capital-instruments.html> [08.12.2016], S. 1ff.
- Credit Suisse (2016b): «EUR New Issue - Lanxess 60yr NC 2023 Corp Hybrid (LXSGR)», New Issue Announcement vom 29. November 2016, S. 1
- De Spiegeleer, Jan und Schoutens, Wim (2011): «Pricing Contingent Convertibles: A Derivatives Approach», Katholieke Universiteit Leuven, Belgien, S. 1ff.
- De Spiegeleer, Jan und Schoutens, Wim (2011): «Steering a bank around a death spiral: Multiple Trigger CoCos», Katholieke Universiteit Leuven, Belgien, S. 1ff.
- De Spiegeleer, Jan und Schoutens, Wim (2014): «CoCo Bonds with Extension Risk», SSRN Paper vom 3. Februar 2014, Department of Mathematics, Katholieke Universiteit Leuven, Belgien und Jabra Capital Partners, Genf, Schweiz, S. 3ff.
- Deufel, Patrick (2011): «Pricing Hybrid Bonds», Karlsruhe Institute of Technology (KIT), Bachelor Arbeit vom 11. Juli 2011, S. 22
- Deutsche Bank (2015): «Opportunities in Hybrid Bonds», Produktpräsentation im März 2015, Daten Bloomberg per 2. Juni 2015, S. 7
- Dufour Partanen, Bianca (2016): «On the Valuation of Contingent Convertibles (CoCos): Analytically Tractable First Passage Time Model for Pricing AT1 CoCos», Master's Thesis in Financial Mathematics, Royal Institute of Technology, School of Engineering Sciences, S. 1ff.
- DIA (2016): «Deposit Insurance Agency», Portrait vom April 2016, S. 1ff.
- Draghi, Mario (2012): «Verbatim of the remarks made by Mario Draghi», Global Investment Conference in London vom 26. Juli 2012, URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html> [14.02.2017], S. 1
- Engie (2019): «ENGIE issues a new Green hybrid bond for an amount of €1 billion», URL: https://www.engie.com/wp-content/uploads/2019/01/pr_engie_greenbond_emission_january_2019.pdf [30.04.2019]
- Erismann, Marc (2015): «Pricing Contingent Convertible Capital – A Theoretical and Empirical Analysis of Selected Pricing Models», Dissertation, Universität St. Gallen, S. 1ff.
- European Banking Authority (2016a): «2016 EU-wide stress test», Results, 29. Juli 2016, URL: <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/1532819/2016-EU-wide-stress-test-Results.pdf> [22.12.2016], S. 34
- European Banking Authority (2016b): «EBA publishes 2016 EU-wide stress test», Publikation der EBA vom 29. Juli 2016, URL: <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-2016-eu-wide-stress-test-results> [30.11.2016], S. 1ff.
- Federal Reserve (1996): «Press Release», 21. Oktober 1996, URL: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bcreg/1996/19961021/default.htm> [19.01.2017], S. 1
- FINMA (2012): «FINMA und EIOPA unterzeichnen ein Memorandum of Understanding», Medienmitteilung vom 21. September 2012, URL: <https://www.finma.ch/de/news/2012/09/mm-mou-finma-eiopa-20120921/> [17.03.2017], S. 1
- FINMA (2014): «Der Schweizer Solvenztest», Faktenblatt vom 1. Oktober 2014, S. 1ff.
- FitchRatings (2014a): «Pay-in-Kind (PIK) Debt», U.S. Market, Credit and Payment Trends, Special Report vom 21. Januar 2014, S. 1ff.

- FitchRatings (2014b): «Comparing Major Bankruptcy and Insolvency Regimes», United States, UK, Germany, France and Luxembourg, Special Report vom 13. Februar 2014, S. 5
- FitchRating (2014c): «Insolvency Regimes in Spotlight as Investors Look to Next Default Cycle», Reuters-Publikation vom 13. Februar 2014, URL: <http://www.reuters.com/article/fitch-insolvency-regimes-in-spotlight-as-idUSFit67318020140213> [20.02.2014], S. 1
- FitchRating (2016): «Fitch places Deutsche Bank on Rating Watch negative», Medienmitteilung vom 3. November 2016, URL: https://www.db.com/ir/en/download/Fitch_on_DB_3_Nov_2016.pdf [17.03.2017], S. 1
- Gallo, Giorgio (2011): «Contingent Capital: Pricing and Risks», SSRN Datenbank, S. 1ff.
- Gann, Philipp und Laut, Emelie (2008): «Einflussfaktoren auf den Credit Spread von Unternehmensanleihen», Discussion Paper Juni 2008, Universität München, S. 11
- Global Capital (2015): «Euro corporate hybrid bonds – To stay over the cycle», Publikation vom 8. Oktober 2015, URL: <http://www.globalcapital.com/article/tggh3g30y1hf/euro-corporate-hybrid-bonds-to-stay-over-the-cycle> [24.11.2016], S. 1ff.
- Goldman Sachs (2011): «Contingent capital, possibilities, problems and opportunities», S. 18f.
- Goldman Sachs (2014): «Global Financials Strategy», Investorenpräsentation für qualifizierte Investoren, 21. Februar 2014, S. 11
- Greenwood, Luke, Man, Lyndon und Sattarzadeh, Samira (2014): «The Corporate Hybrid: Expanding Market Offers Opportunities in this Financial Instrument», Invesco Fixed Income White Paper Series, URL: <http://www.invescoeuropa.com/CE/Benelux/Institutional/IFI/Whitepapers/Corporate%20Hybrid%20Expanding%20Market%20Offers%20Opportunities.pdf> [15.03.2017], S.1
- Guy Carpenter and Company, LLC (2016): «Insured Versus Uninsured Loss»; Publikation vom 3. März 2016, URL: <http://www.gccapitalideas.com/2016/03/03/insured-versus-uninsured-loss/print/> [24.11.2016], S. 1
- Haldner, Tina (2016): «Junk-Bond-Krise spitzt sich zu», Finanz und Wirtschaft vom 13. Februar 2016, S. 19
- Hall, Anna (2015): «Subordinated Insurance Bonds: structure and innovation», in Anlehnung an die Twelve Capital Study of the European subordinated insurance bond universe, Twelve Capital Insurance Investment Forum Workshop, Rüslikon, 16 April 2015, S. 7
- Hausheer, Andreas (2016): «Gefallene Engel gefallen Anlegern», payoff.ch vom 22. Dezember 2016, URL: <http://www.payoff.ch/news/post/gefallene-engel-gefallen-anlegern> [23.12.2016], S. 1
- Heer, Dominik (2011): «Pricing Contingent Convertible Bonds - A Monte Carlo Simulation Approach», Masterarbeit Universität St. Gallen 2011, S. 1ff.
- Hegglin, Monica (2016): «UBS: Coco Comeback», Finanz und Wirtschaft vom 14. März 2016, S. 1ff.
- Henderson Global Investors (2016): «The rise of the CoCo – a primer on bank capital», Publikation vom 5. Februar 2016, URL: https://az768132.vo.msecnd.net/documents/27051_2016_02_05_11_15_38_403.gzip.pdf [26.11.2016], S.1
- Henriques, Roberto, Goulden, Jonny und Granger, Andrew (2006): «A Framework for Valuing Financial Hybrids», European Credit Research, S. 1ff.
- Hilscher, Jens und Raviv, Alon (2012): «Bank stability and market discipline: The effect of contingent capital on risk taking and default probability», Working Paper, International Business School, Brandeis University, S. 1ff.
- Hilti, Niklaus (2016): «Viele Cat-Bond-Fonds haben ein Klumpenrisiko», Interview Finanz und Wirtschaft, Publikation vom 11. Mai 2016, URL: <http://www.fuw.ch/article/viele-cat-bond-fonds-haben-ein-klumpenrisiko/> [22.12.2016], S. 1
- Hoerning, Andreas (2011): «Hybrides Kapital im Jahresabschluss», Schriften zum Europäischen und internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht, Band 41, Ausgabe vom 19. August 2011, S. 180
- HSBC (2014): «European Credit Research», Publikation vom 21.05.2014, S. 17
- Jacob, Max (2014): «Hybrid-Anleihen – Ein echtes „Win-Win Produkt“», Commerzbank - DCM Bonds Solutions Präsentation vom 11. September 2014, S. 8
- Jung, HyeYoon (2012): «Pricing of Contingent Convertibles », Wharton School, University of Pennsylvania, April 2012, S. 12ff.
- Karadagoglu, Alihan (2014): «EUR Hybridanleihen: neues Rekordjahr 2015?», Erste Group Credit Markets Research, Publikation vom 24. November 2014, S. 1ff.
- Kögler, Antonia (2015): «S&P sorgt für Unruhe am Hybridmarkt», Der Treasurer, Ausgabe 22, 12. November 2015, S. 2
- Lanxess (2016a): «Lanxess successfully issues first hybrid bond», Pressemitteilung vom 29. November 2016, URL: <http://lanxess.com/en/corporate/media/press-releases/2016-00091e/> [20.12.2016], S. 1

- Lanxess (2016b): «Subordinated Callable Resettable Fixed Rate Notes due 2076», Verkaufsprospekt, 1. Dezember 2016, URL: http://lanxess.de/fileadmin/user_upload/Downloads/Bond/LANXESS_AG_Hybrid_-_Final_Prospectus__1_December_2016_PDF [20.12.2016], S. 1ff.
- Lanz, Martin und Favre, Olivier (2013): «Verlusttragung und Bail-in für Schweizer Banken», Februar 2013 Newsletter, Schellenberg Wittmer Rechtsanwälte, S. 2
- Mayer, Robert (2016): «CS gibt Katastrophenanleihe heraus – für Fehler im eigenen Haus», Tages Anzeiger vom 17. Mai 2016, URL: <http://www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/unternehmen-und-konjunktur/credit-suisse-gibt-katastrophenanleihe-heraus-fuer-verfehlungen-im-eigenen-haus/story/24798529> [22.12.2016], S. 1ff.
- Mc Kinsey (2013): «QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks», Discussion Paper vom November 2013, S. 1ff.
- Moody's (2010-2016): «Rating Action», Diverse Rating Action Meldungen der Jahre 2010 bis 2016 durch Moody's Investor Relation Services, S. 1ff.
- Moody's (2011): «Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010», Moody's Investor Service, Special Comment, S. 6f.
- Moody's (2014): «Moody's publishes updated global bank methodology with revised CoCo rating framework», URL: https://www.moodys.com/research/Moodys-publishes-updated-global-bank-methodology-with-revised-CoCo-rating--PR_304225 [14.03.2017], S. 1
- Moody's (2016a): «Global CoCos issuance falls in 2015; Asian, European banks still dominant», Global Credit Research vom 3. Februar 2016, S. 1ff.
- Moody's (2016b): «Global CoCo issuance in 2016 likely to be 30 % less than 2015», Global Credit Research Announcement per 25. Mai 2016, S. 1
- Moody's (2016c): «Annual Default Study: Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2015», Moody's Investor Service, im Februar 2016, Excel Datenset, S. 1ff.
- Munich Re (2016): «Loss review for the first half of 2016: Storms and earthquakes drive losses up», Pressemitteilung per 12.07.2016, URL: <https://www.munichre.com/en/media-relations/publications/press-releases/2016/2016-07-12-press-release/index.html> [17.12.2016], S. 1
- Murphy, Hannah und Romei, Valentina (2016): «How Italy's bad loans built up», Financial Times vom 28. Januar 2018, S. 1ff.
- o.V. (2016): «Mehrere Zinssenkungen», N-TV Bericht vom 8. Oktober 2008, URL: <http://www.n-tv.de/wirtschaft/meldungen/Mehrere-Zinssenkungen-article27587.html> [19.01.2017], S. 1
- Ochsner, Roman (2016): «Corporate hybrids compendium», Credit Suisse Global Credit Research, Präsentation vom 14. November 2016, S. 44
- Onaran, Yalman (2016): «Italy Bank Rescue Won't Fill \$54 Billion Hole on Their Books», Bloomberg Publikation vom 21. Dezember 2016, URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-21/italy-bank-rescue-won-t-fill-54-billion-hole-on-balance-sheets> [22.12.2016], S. 1ff.
- Pacheco, Filipe und Vasarri, Chiara (2016): «World's Worst CoCo Bonds Come Courtesy of Brazil's Government», Bloomberg Beitrag vom 24. Februar 2016, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-24/world-s-worst-coco-bonds-come-courtesy-of-brazil-s-government> [27.02.2016]
- PartnerRe (2015): «The Drivers of Catastrophe Bond Pricing», Publikation im Oktober 2015, URL: <http://www.partnerre.com/assets/uploads/docs/Catastrophe-Bond-Pricing.pdf> [23.11.2016], S. 3
- Pitt, Louise (2016): «IG European Banks», in Credit Outlook: Insights into 2017 von Goldman Sachs Global Investment Research, 7. Dezember 2016, S. 60
- Poon, Ser-Huang (2011): «The Heston Option Pricing Model», The University of Manchester, S. 1ff.
- Rasch, Michael (2016): «Zum Warten auf die Milliardenbussen verdammt», NZZ Gastkommentar vom 27.10.2016
- Richter, Wolf (2016): «Deutsche Bank's CoCo Bonds Speak of Fear of the Worst», Bericht vom 16. September 2016, URL: <http://wolfstreet.com/2016/09/16/deutsche-bank-unglued-again-co-co-bonds-shares-plunge/> [26.11.2016], S. 1ff.
- Rissi, Roger (2012): «Basel III schießt am Ziel vorbei», Finanz und Wirtschaft vom 7. April 2012, S.15
- Ritzema, Berend Pieter (2015): «Understanding Additional Tier 1 CoCo Bond Prices using First-Passage Time Models», Master's Thesis Quantitative Finance, Erasmus Universiteit Rotterdam
- Rüdinger Marc (2015): «Contingent Convertible Bonds: An Empirical Analysis of Drivers and Announcement Effect», Dissertation, Universität St. Gallen, 19. Mai 2015, S. 111
- Sarin, Natasha und Summers, Lawrence H. (2016): «Have big banks gotten safer?», Research Paper der Universität Harvard, URL: <https://www.brookings.edu/bpea-articles/have-big-banks-gotten-safer/> [19.10.2016], S.1ff.

- Schaffner, Benjamin (2010): «Valuation Framework for Pricing Hybrid Bonds», Master Thesis, Institute for Operations Research and Computational Finance, Hochschule St. Gallen (HSG), 31.12.2010, S. 41
- Schiffhauer, Beat (2016): «Italiens Bankensystem – Die Achillesferse Europas?», market fokus vom 12. Juli 2016, S. 1ff.
- Schweizerische Nationalbank (2012): «Bericht zur Finanzstabilität 2012», URL: http://www.snb.ch/de/mmr/reference/stabrep_2012/source/stabrep_2012.de.pdf [15.03.2017], S. 5ff.
- Schweizerische Nationalbank (2016a): «Bericht zur Finanzmarktstabilität 2016», URL: http://www.snb.ch/de/mmr/reference/stabrep_2016/source/stabrep_2016.de.pdf [21.01.2017], S. 14
- Schweizerische Nationalbank (2016b): «Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to -0.75% », Press Release vom 15.01.2015, URL: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf [14.02.2017], S. 1
- Schweizerische Nationalbank (2016c): «Geldpolitische Lagebeurteilung vom 15. Dezember 2016», URL: http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20161215/source/pre_20161215.de.pdf [17.03.2017], S. 2
- Scope Ratings (2014): «Covenants: Studie zum deutschen SME Anleihenmarkt», Mittelstandsanleihen – auf dem Weg zu professionellen Covenant-Standards, Februar 2014, S. 1ff.
- Scope Ratings (2016): «AT1 risk repricing in Europe: Driven by perception of higher coupon risk», Research Publikation vom 15. Februar 2016, S. 2f.
- Scope Ratings (2019): «Europe's hybrid bond market cools down: Issuance volume should shrink to 2016/2017 levels», Research Publikation vom 23. Januar 2019, S. 1ff.
- Simpson, Marc W. und Grossmann, Axel (2017): «The value of restrictive covenants in the changing bond market dynamics before and after the financial crisis», Journal of Corporate Finance, Volume 46, S. 307–319
- Single Resolution Board (2016): «What is the Single Resolution Fund?», URL: <https://srb.europa.eu/en/content/single-resolution-fund> [17.03.2017], S. 1
- Skinner, Frank S. und Ioannides, Michalis (2011): «Contingent Capital Securities: Problems and Solutions», University of Surrey und BNP Paribas, S. 1ff.
- Société Générale (2014): «Bank Contingent Capital», The Market, Structures and Relative Value, Credit Research, S. 25
- Société Générale (2016): «AT1/CoCo Handbook», The European Market, Regulation & Relative Value, Publikation vom 19. Oktober 2016, S. 1ff.
- Standard & Poor's (2015a): «Inside Credit: European Corporate Hybrid Issuance Gains Speed Ahead Of First Refinancing Test This Year», European Corporate Hybrid Issuance by Sector 2014 and 2015, Rating Direct Publikation vom 18. Mai 2015, URL: https://www.agefi.com/fileadmin/user_upload/documents/Redaction/European_Corporate_Hybrid_Issuance_May-18-2015_05_43.pdf [24.11.2016], S. 7
- Standard & Poor's (2015b): «Standard & Poor's Affirms Various Ratings - Following Review Of Corporate Hybrid Equity», RatingsDirect Bericht vom 27. Oktober 2015, S. 1ff.
- Standard & Poor's (2016): «Default, Transition, and Recovery: 2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions», RatingsDirect, Standard & Poor's Rating Service, Ausgabe vom 18. Mai 2016, S. 48
- Swiss Re (2013): «Offering Memorandum», Emissionsprospekt, URL: http://media.swissre.com/documents/prospectus_20131003_Final_Offering_Memorandum.pdf [15.12.2016], S. 1ff.
- Swiss Re (2016a): «Total economic and insured losses in 2015 and 2014», Swiss Re Sigma Study Publikation vom 30. März 2016, URL: http://www.swissre.com/media/news_releases/Global_insured_losses_from_disasters_reach_USD_37_billion_in_2015.html [24.11.2016], S. 1
- Swiss Re (2016b): «Ratings overview and Solvency», Solvency: Swiss Solvency Test (SST), URL: <http://www.swissre.com/investors/ratings/> [17.12.2016], S.1f
- Swiss Re Capital Markets (2013): «What are Insurance Linked Securities (ILS), and Why Should they be Considered?», Cane Fall Meeting, 25.-26. September 2012, S. 33
- Teneberg, Henrik (2012): «Pricing Contingent Convertibles using an Equity Derivatives Jump Diffusion Approach», Master Thesis KTH Royal Institute of Technology, Department of Mathematics, 2012, S. 1ff.
- Tewari, Manish et al. (2015): «Callable bonds, reinvestment risk, and credit rating improvements: Role of the call premium», Journal of Financial Economics, Volume 115, S. 349–360
- TUI (2015): «TUI AG will cancel and repay its EUR 300 million Hybrid Bond (ISIN DE000TUAG059)», URL: <https://www.tuigroup.com/en-en/media/press-releases/2015/20150324-adhoc-hybrid> [13.12.2016], S. 1
- Turc, Julien (2007): «Modelling and Pricing Hybrid Bonds», Präsentation am Paris Europlace Financial Forum vom 5. und 6. Juli 2007, Frankreich, S. 20

- Vallee, Boris (2015): «Call Me Maybe? The Effects of Exercising Contingent Capital», Harvard Business School Publikation vom 28. Oktober 2015, S. 34
- Veltmann, Lars, Simon, Ulrich und Schneeberger, Christian (2015): «Corporate Hybrid Capital Structuring», UniCredit Corporate & Investment Banking, 8. Oktober 2015, S. 1ff.
- Von Furstenberg, George M. (2011): «Concocting Marketable Cocos», HKIMR Working Paper No.22/2011 vom 27. Juli 2011, Seite 27
- Wall, Larry D. (1989): «A Plan for Reducing Future Deposit Insurance Losses: Puttable Subordinated Debt», Economic Review, July/August 1989, Federal Reserve Bank of St. Louis, URL: https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbatreview/pages/67194_1985-1989.pdf, S. 1ff.
- Wallenborn, Ingo (2015): «Bankenabwicklung: Vorrang nicht bail-in-fähiger Verbindlichkeiten in der Insolvenz erleichtert das Verfahren», BaFin Publikation vom 15. Dezember 2015, URL: https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2015/fa_bj_1512_bankenabwicklung.html [01.12.2016], S. 1f.f
- Walser, Urs (2016): «Swiss Bond Congress», Präsentation vom 22. September 2016, S. 19
- Zubo, Ivan, Kepaptsoglou, Jason und Kini, Dominic (2016): «Contingent Capital Primer III – the first big Test», Fixed Income / Equities – European Banks Research, Februar 2016, S. 22ff.

Autorenportrait



Philippe Oster

Philippe Oster ist als Senior wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft tätig. Seit 2017 ist er zugleich Doktorand an der Zeppelin Universität in Friedrichshafen. Seine Forschungs- und Wirkungsschwerpunkte liegen in der Finanzmarktforschung mit dem Spezialgebiet Hybride und Pflichtwandelanleihen und deren Rahmenbedingungen sowie der Analytik der Vermögensverwaltungsindustrie.

Seit 1997 arbeitete er für eine Kantonalbank, zwei Grossbanken und Vermögensverwaltungen in verschiedenen Positionen. Bis Ende 2015 war er als Leiter Portfolio Management bei einem FINMA direktunterstellten Vermögensverwalter tätig. Er war Mitglied des Anlageausschusses eines global ausgerichteten Credit Opportunities Fixed Income Anlagefonds. Heute ist Philippe Oster zudem als Research Associate bei einem Zürcher Executive Search Unternehmen mit Fokus Asset Management tätig. Er schloss 2010 den Master of Science in Banking and Finance an der Hochschule Luzern – Wirtschaft und der Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaft – School of Management and Law ab.

Hochschule Luzern – Wirtschaft
Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ

Grafenauweg 10
Postfach 7344
CH-6302 Zug

T +41 41 757 67 67
ifz@hslu.ch
www.hslu.ch/ifz