

Jakob Blume Frankfurt

Bankanleihen

Riskante Wette auf die Regulierung

Exotische Nachranganleihen von Finanzinstituten locken mit guten Renditen, bergen aber auch Gefahren.

Santander hat es wieder getan: Zum wiederholten Mal hat die spanische Bank ihre Anleiheinvestoren überumpelt. Ende September kündigte das Geldhaus eine seit 2004 ausstehende Nachranganleihe. Der Kurs des Papiers schnellte innerhalb von Sekunden von 67 auf 100 nach oben - ein Kurssprung von 48 Prozent. Noch im Februar hatte Santander eine andere Nachranganleihe, einen sogenannten Coco-Bond, entgegen den Erwartungen der Investoren nicht gekündigt. Damals fühlten sich viele Anleger, die genau darauf gesetzt hatten, vor den Kopf gestoßen.

Zu den wenigen Finanzprofis, die auf eine vorzeitige Kündigung gewettet und in das Papier investiert hatten, gehört Andreas Meyer. Der Manager eines auf Nachrangbonds spezialisierten Fonds beim Vermögensverwalter Aramea sagt: „Santander hat die Anleihe gekündigt, ohne wirtschaftlichen Nutzen daraus zu ziehen, sondern nur aus regulatorischen Gründen.“

Der Fall wirft ein Schlaglicht auf eine riskante, aber lukrative Nische des Anleihemarkts. In Zeiten, in denen viele Bonds negative Renditen abwerfen, lassen sich dort mitunter noch zweistellige Kursgewinne einfahren. Einige der Spezialpapiere sind wegen ihrer geringen Stückelung auch für Privatanleger erschwinglich. Doch die komplexen Papiere sind für Laien riskant. Nachranganleihen von Banken halten die Regulatoren daher für ungeeignet für Privatanleger.

Bei der kürzlich gekündigten Santander-Anleihe handelt es sich um ein Wertpapier, das auf einem sogenannten „Constant Maturity Swap“ (CMS) basiert. Es ist im Kern eine variabel verzinsten Anleihe mit unbegrenzter Laufzeit. Sie kann jedoch zu bestimmten zuvor festgelegten Terminen gekündigt und zu einem Preis von 100 zurückgekauft werden. Im Fall einer Bankpleite wird das Papier später bedient als andere, sogenannte Senior-Anleihen des Institutes.

Coco-Bonds begünstigt

Früher konnten die Banken den ausstehenden Betrag auf ihre Eigenkapitalquote anrechnen. Doch mit der Umsetzung von Basel III, einem internationalen Reformpaket zur Bankenregulierung, verlieren die CMS-Papiere bis 2021 sukzessive ihre Anrechenbarkeit auf das Eigenkapital. Die Geldhäuser werden von den Regulatoren wie der Europäischen Bankenaufsicht Eba vielmehr dazu angehalten, Nachranganleihen neuen Formats auszugeben, wie etwa Coco-Bonds. Diese haben einen fixen Zinskupon. Im Krisenfall können Cocos in Aktien umgewandelt werden und so die Eigenkapitaldecke einer Bank in Schieflage stärken.

Viele Banken stecken daher in einer Zwickmühle: Coco-Bonds und andere nachrangige Anleihen mit fixen Zinszahlungen sind für sie teurer als ausstehende CMS-Papiere. Diese sind variabel verzinst, ihr Kupon orientiert sich am Interbankenzinssatz Libor, der derzeit negativ ist. Für die Banken heißt das: Sie müssen für ausstehende CMS-Papiere praktisch keine Zinsen zahlen. Mit dem Verlust der Anrechenbarkeit auf das Eigenkapital verlieren die CMS-Papiere zwar ihren Nutzen - aber sie schaden auch nicht. Sie zu kündigen lohnt sich für die Banken wirtschaftlich nicht.

Daher hatten nur wenige Investoren mit einer Kündigung gerechnet. Viele vergleichbare Papiere handel-

ten mit deutlichen Abschlägen auf den Nominalwert. Tobias Spies, Fondsmanager bei Lloyd Fonds, sagt, dass die Europäische Bankenaufsicht Eba 2020 noch einmal die Anrechenbarkeit der CMS-Papiere auf das Eigenkapital überprüfen will. Eine Möglichkeit sei, dass die Papiere länger regulatorisch als Eigenkapital behandelt werden könnten. „Viele Banken sagen daher im Gespräch, dass sie die Anleihen eher ausstehen lassen wollen.“ Die Aussicht auf Nullzinsen bei unbegrenzter Laufzeit macht die Papiere für Anleger unattraktiv.

Doch manche CMS-Papiere sind bei den Regulatoren unbeliebt. Ein-

ge haben etwa eine Stückelung von 1000 Euro und wurden auch an Kleinsparer vertrieben. „Die liegen auch bei Privatanlegern in den Depots“, sagt Spies. Doch die Eba wolle den Markt für Nachranganleihen auf Profianlegern beschränken. Einige CMS-Papiere sind zudem über Subgesellschaften von Banken in Steueroasen wie den britischen Kanalinseln aufgelegt worden. „So etwas wollen die Regulatoren nicht mehr sehen“, sagt Meyer von Aramea. Für Bonds von Subgesellschaften und kleinerer Stückelung stehen die Chancen daher gut, dass sie innerhalb von zwei Jahren auf Druck

Lukrative Nische

Ausgewählte Nachranganleihen mit Kündigungsoption

Emittent ISIN	Kurs	Nächster Kündigungstermin	Mindestan- lagensumme
Deutsche Postbank Fund I DE000A0DEN75	75,80 €	2.12.2019	1 000 €
Santander XS0202197694	78,94 €	30.3.2020	1 000 €
Credit Mutuel XS0207764712	69,73 €	15.12.2019	1 000 €
Deutsche Bank DE000A0E5JD4	79,49 €	27.6.2020	1 000 €
Aegon NL0000116150	70,60 €	15.1.2020	100 €

HANDELSBLATT

Quellen: Aramea, Bloomberg



Santander-Schriftzug: Die spanische Bank bescherte Anlegern mit der Kündigung eines Bonds einen Kursgewinn.

Die Ausnutzung regulatorischer Sonder-situationen zahlt sich weiterhin aus.

Andreas Meyer
Portfoliomanager bei
Aramea

der Aufseher vom Markt genommen werden - wie im Fall Santander: „Ähnliche Bonds sind bis zu zehn Prozent im Kurs gestiegen, weil der Markt plötzlich wieder merkt, dass solche Anleihen gekündigt werden können“, sagt Meyer. „Das ganze Segment wird davon getragen.“

Fondsmanager Spies bestätigt: „Viele Investoren legen sich einige dieser Überraschungseier ins Portfolio.“ Auch er hält es für wahrscheinlich, dass in nächster Zeit noch Banken dem Beispiel von Santander folgen werden. „Der Markt ist eine Black Box, aber er bleibt unheimlich spannend.“ Die Kurse dieser Papiere spiegeln die Wahrscheinlichkeit wider, mit der der Markt eine Kündigung des Bonds erwartet. Für Anleger ist das ein Vorteil: „Die Papiere bieten eine Ertragsmöglichkeit, die vollkommen unkorreliert zum Rest des Anleihemarktes ist.“

Vergleichbare Papiere haben etwa die Postbank, die Deutsche Bank oder BNP Paribas aufgelegt. Allerdings sollten Privatanleger eher auf spezialisierte Fonds setzen. Deren Manager stehen im Austausch mit den Finanzabteilungen der Banken und können besser einschätzen, welche Papiere gekündigt werden könnten. Mitunter ist auch Durchhaltevermögen gefragt. Doch Fondsmanager Meyer ist überzeugt, dass sich das Warten lohnt: „Die Ausnutzung regulatorischer Sondersituationen zahlt sich weiterhin aus.“