

# Zinsen und Spreads

Metis Insights 03/2025



## Gestaltung von Hybridkapitalinstrumenten

... am Beispiel der Bank- und Industrielanleihen

### Die Struktur des Marktes

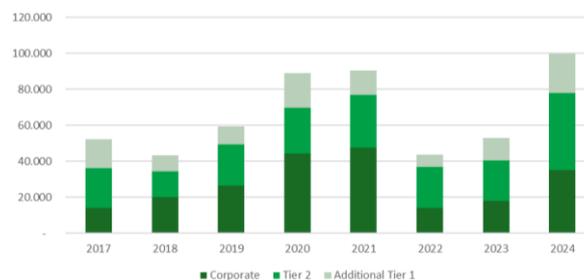
Mit der Einführung von verschärften Eigenkapitalregulierungen wie Basel III nach der Finanzkrise 2008 vor allem für Banken nahm auch die Emissionstätigkeit im Bereich der Nachranganleihen als zusätzliches Eigenkapitalinstrument deutlich zu. Es stieg die Relevanz von eigenkapitalnahen Bondinstrumenten, die das bereits vorhandene Eigenkapital ergänzten und so zu deutlich höheren Eigenkapitalquoten führten. Neben Finanzinstituten nutzen diesen Bereich auch stets andere Non-Financial Corporates, denen es nicht so sehr um aufsichtsrechtliche Themen geht. Viel wichtiger bei dieser Gruppe ist es einen Markt zu haben, den man neben der klassischen Kapitalerhöhung und der Ausgabe weiterer Aktien zusätzlich für die Erhöhung von Eigenkapital nutzen kann.

Die folgende Grafik zeigt diese seit Jahren anhaltende positive Entwicklung speziell im Euro Markt anhand der Neuemissionsvolumina seit 2017. Mit Ausnahme der Jahre 2022 und 2023 stiegen diese sukzessive an. Die beiden Jahre 2022 und 2023 können als für diesen Markt sehr außergewöhnlich bezeichnet werden. Mit der Zinswende im Jahr 2022 war dieses Jahr das mit Abstand schlechteste Anleihenjahr der jüngeren Geschichte. Die negativen Entwicklungen im Jahr 2022 kannte der Investor normalerweise nur von Aktieninvestitionen. Dieses Jahr war auch aufgrund der vielen Zinsanhebungen der EZB und dem vorangegangenen beispiellosen Anstieg der Inflation von großer Zurückhaltung auch seitens der Emittenten von Nachranganleihen geprägt.

Das Jahr 2023 war mit der Notübernahme der Credit Suisse durch die UBS und dem damit ebenfalls beschlossenen Totalverlust auf ihre AT1-Papiere (sogenannte Contingent Convertibles) ein absolutes Scho-

ckerlebnis für diesen speziellen Markt der Nachranganleihen. Die Folgen dieses Ereignisses wurden dann erst im Jahr 2024 verdaut. Vor diesem Ereignis hätten nur wenige Anleger damit gerechnet, dass es Situationen gibt, in denen der AT1-Bond schlechter gestellt wird als die Aktie selbst, was bei dieser Notübernahme der Fall war.

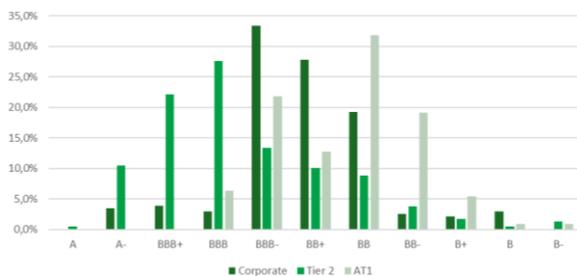
Zu dieser Entscheidung laufen aktuell noch einige Gerichtsverfahren, daher wird es voraussichtlich noch einige Jahre dauern, bis man hier Rechtssicherheit zur sehr speziellen Vorgehensweise des Schweizer Staates erlangt. Danach stiegen die Volumina der Euro Emissionen wieder deutlich an und erreichten im Jahr 2024 einen neuen Höchstwert.



Emissionsvolumen (größer 100 Mio. Euro) von Corporate- und Bank-Hybridanleihen in Euro 2017-24  
Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg

Bei den Bonitäten unterscheiden sich die verschiedenen Instrumente sehr deutlich. Während Tier 2 Instrumente der Banken auch aufgrund ihrer Vorrangigkeit gegenüber AT1-Anleihen vor allem im Investmentgrade Bereich emittieren (über 70%), ist das Verhältnis bei den Industrie Nachranganleihen bereits etwas stärker in den Non-Investmentgrade Bereich verschoben. Mit der zusätzlichen Wandelbarkeit sind die Banken AT1-Instrumente zum überwiegenden Teil mit High Yield Rating benotet.

# tailormade asset management



Ratingverteilung von Euro Corporate und Bank-Hybridanleihen

Eigene Darstellung, Daten: Bloomberg

## Rolle der Regulatorik bei Bankanleihen – Basel III

Der Basel III Regulierungsstandard für Banken besteht aus drei Säulen. Neben der quantitativen ersten Säule, die vor allem die Eigenkapitalvorschriften regelt, sind dies Vorschriften für individuelle und systemische Gefahren sowie die risikoorientierten und stabilitätsorientierten Vorgaben.

### Eigenkapitalanforderungen

Der Kern von Basel III sind die Eigenkapitalvorschriften. Deren wichtigster Bestandteil ist das Kernkapital welches aus hartem Kernkapital (CET1 – Common Equity Tier 1) sowie zusätzlichem Kernkapital (AT1 – Additional Tier 1) besteht. Die Mindestanforderung an CET1 beträgt 4,5% der risikogewichteten Aktiva (RWA). Ergänzt wird das CET1 durch AT1 (nachrangige, verlustabsorbierende Schuldinstrumente). Zusammen müssen CET1 und AT1 eine Mindestquote von 6% der RWA erfüllen.

Neben dem Kernkapitalkomponenten gibt es das Ergänzungskapital (Tier 2), das zusätzliche Sicherheit geben soll. Mit diesem muss das gesamte Eigenkapital der Bank zumindest 8% betragen.

Es gibt Bereiche von CET1-Quoten, bei denen eine Bank keine oder nur begrenzte Kapitalausschüttungen durchführen darf. Es ist dies der Bereich von 4,5%-7%. Über 7% kann die Bank grundsätzlich frei über ihre Gewinnausschüttung verfügen. Trotzdem behält sich die Gesetzgebung vor, in wirtschaftlich sehr herausfordernden Zeiten zusätzliche Kapitalanforderungen festzulegen. In der folgenden Tabelle sind die Quoten der Gewinnausschüttung kurz zusammengefasst.

| CET1 Ratio (exklusive AT1 & Tier 2) | Mindestkapitalerhaltungsquote (in % des Gewinns) |
|-------------------------------------|--|
| 4,5% - 5,125%                       | 100%   |
| > 5,125% - 5,75%                    | 80%  |
| > 5,75% - 6,375%                    | 60%  |
| > 6,375% - 7,0%                     | 40%  |
| > 7,0%                              | 0%   |

Bankspezifische Kapitalerhaltungsstandards  
Eigene Darstellung

### Antizyklischer Kapitalpuffer

Der antizyklische Kapitalpuffer ist eine zusätzliche Maßnahme, die die Auswirkungen konjunktureller Schwankungen auf die Finanzstabilität begrenzen soll. Er wird von den nationalen Aufsichtsbehörden festgelegt, kann zwischen 0% und 2,5% liegen und ist verpflichtend in CET1 Kapital zu halten.

### Kapitalpuffer für systemrelevante Institute

Je nach Bedeutung für das Finanzsystem müssen systemrelevante Banken Kapitalpuffer bis zu 3,5% halten. Die genaue Höhe dieses Kapitalpuffers richtet sich nach der Bedeutung sowie nach der Komplexität der Verflechtung der Gruppe mit dem Finanzsystem.

### Die Behandlung der Ratingagenturen

Die Vorgehensweise der Ratingagenturen ist sehr ähnlich, aus diesem Grund haben wir hier jene von S&P näher beleuchtet. Ziel der Bonitätseinschätzung ist es zu bestimmen, inwieweit die Emittenten die Instrumente als verlustabsorbierendes Kapital verwenden können.

Bei der Bewertung müssen sowohl die vertraglichen Merkmale als auch die Absichten des Emittenten berücksichtigt werden. Dabei sind die folgenden beiden Fragen zentral:

- 1) Ist das Instrument in der Lage, Verluste in Stresssituationen zu absorbieren
- 2) Steht das Kapital lange genug für eine Verlustabsorption zur Verfügung

Zwar ist ein Call zum sogenannten First Call Date (typischerweise fünf Jahre nach Emission) rechtlich optional, jedoch wird ein Verzicht auf diese Möglichkeit

# tailormade asset management

nicht zwangsläufig als neutral interpretiert. Entscheidend ist vielmehr, ob aus dem Verhalten des Emittenten Rückschlüsse auf dessen langfristige Kapitalstrategie gezogen werden können.

Wenn Investoren oder die jeweilige Ratingagentur davon ausgehen, dass ein Call zum First Call Date erfolgt und dieser nicht eintritt, kann das die Absichten des Emittenten infrage stellen. In solchen Fällen kann ein unterlassener Call zu einer Neubewertung der Eigenkapitalcharakteristik führen, sofern die Ratingagentur davon ausgeht, dass das Instrument faktisch nicht länger zur Verlustabsorption zur Verfügung stehen wird. Ist dies der Fall verliert das Instrument damit auch seinen Eigenkapitalcharakter und das, obwohl sich an den Eigenschaften des Instruments nichts geändert hat.

Die Bewertung geht in diesem Fall manchmal sogar noch weiter und es kann dazu führen, dass nicht nur für dieses Instrument des Emittenten, sondern auch für weitere ähnliche Instrumente der Eigenkapitalcharakter entfällt. In diesem Fall verschlechtert sich die Verschuldungs- bzw. Eigenkapitalquote des Emittenten. Dies ist mit ein wichtiger Grund, warum ein Großteil der Emissionen zum ersten Kündigungstermin gekündigt wird.

## Credit Ratings der Instrumente

Die Ausgangslage des Ratings ist immer jene des Emittenten. Ausgehend von dieser werden die einzelnen Eigenschaften, die für den Investor Unsicherheitsfaktoren bei der Zins- und Rückzahlung darstellen, als Abstufungsfaktoren in verschiedenen Ausprägungen berücksichtigt, um so zum jeweiligen Emissionsrating zu gelangen.

Der erste Abschlag erfolgt für die generelle Nachrangigkeit. Hier werden in der Regel 1-2 Notches angesetzt. Weitere Abschläge ergeben sich dann für die Verlustabsorption in Form der Kuponaussetzungen oder auch der Möglichkeit einer Herabsetzung des Nominalwerts.

Ebenfalls berücksichtigt wird die Umwandlung in Eigenkapital ab einer gewissen Schwelle. Bei diesen AT1 Instrumenten von Banken zählt noch zusätzlich die Entfernung des Eigenkapitals zur Trigger-Schwelle, da es bei eher geringen Abständen deutlich wahrscheinlicher, ist eine Umwandlung zu erleiden.

Generell gilt: Je höher die Wahrscheinlichkeit oder Flexibilität zur Zahlungsvermeidung, desto stärker fällt der Abschlag bzw. die Herabstufung zum jeweiligen senior Bond aus. Da es bei diesen Ausgestaltungen sehr unterschiedliche Varianten gibt, kann hier auch keine generelle Vorgehensweise festgemacht werden.

## Unterschiede Hybridanleihen von Corporates bzw. Banken

Die folgende Tabelle zeigt die grundlegenden Unterschiede der Instrumente, wobei man festhalten muss, dass die Gestaltungsmöglichkeiten bei vielen dieser Punkte bei allen drei Instrumenten sehr hoch ist und es auch immer wieder neue Ausprägungen aufgrund von speziellen Bedürfnissen gibt.

|   | Corporate Hybrid   | Tier-2 Bank Capital (Subordinated Debt)   | Additional Tier-1 Bank Capital ("CoCos")  |
|---|--|---|---|
| <b>Issued by</b>  | Non-financial corporates   | Financial corporates  | Financial corporates  |
| <b>Structure</b>  | Subordinated/Deeply subordinated   | Subordinated  | Deeply subordinated, senior only to common equity   |
| <b>Maturity</b>   | Typically 60 years, or perpetual, and increasingly 30 years                              | Various fixed maturities, minimum five years, bullet or with a call structure   | Perpetual   |
| <b>Issuer call options</b>  | Five to 10 years to first call date, multiple call options thereafter                    | Optional, minimum five years to first call date and must be five years between call date and maturity (with 10MCS, 11MCS and 12MCS being the most common) | Typically five or 10 years to first call date, subject to regulatory approval   |
| <b>Coupon structure</b>   | Fixed to first call date followed by coupon resets                                       | Fixed to first call date followed by coupon resets  | Fixed to first call date followed by coupon resets  |
| <b>Coupon step-up?</b>  | Typically yes, after first call date   | No  | No  |
| <b>Coupon deferability?</b>   | Yes, cumulative, at option of issuer management only. Dividend pushers/stoppers in place | No  | Yes, non-cumulative, potentially at the insistence of the regulator. No dividend pushers/stoppers                                 |
| <b>Event of default on non-payment of coupon?</b>                       | No   | Yes   | No  |
| <b>Potential regulatory intervention?</b>                               | No   | Yes, principal write-down in the event of government support for the issuing bank   | Yes, principal write-down or conversion to common equity upon breach of capital ratio or if the bank is failing or likely to fail |
| <b>Eligible for major fixed income indices?</b>                         | Yes  | Yes   | No  |
| <b>Loss of S&amp;P equity content if not called at first call date?</b> | Yes  | No loss of recognition by S&P, but amortization (loss) of regulatory capital recognition in the last five years   | No  |
| <b>Extension risk</b>   | Low for European-style hybrids with step-ups   | Low   | Driven by economics   |

Unterschiede von Corporate Hybrids zu Bank AT1 und Tier2  
Neuberger Berman, 2024

Die drei Instrumente unterscheiden sich in vielen Themen grundlegend. Wobei der Corporate Hybrid sowohl vom Tier 2 als auch vom AT1 der Banken einige ähnliche Eigenschaften aufweist.

Ähnlich zum AT1 ist oft die Laufzeit, die meistens unbegrenzt ist. Es gibt zwar vereinzelt Corporate Hybrids mit endlichen Laufzeiten, diese sind aber wiederum zu meist mit oft 60 Jahren deutlich länger als Tier 2 Anleihen der Banken. Ebenso haben Corporate Hybrids wie auch AT1 Anleihen meist mehrere Kündigungsrechte. Bei diesen ist eine Gemeinsamkeit aller Hybridinstrumente, dass die erste Kündigungsmöglichkeit nach frühestens 5 Jahren ausgeübt werden kann. Allerdings sind hier ab 5 Jahren alle Zeiträume möglich und manche Tier 2 Anleihen kommen sogar ganz ohne Kündigungsmöglichkeit an den Markt.

# tailormade asset management

Einen ähnlichen Status haben Corporate Hybrids wiederum bei Kuponausfällen mit den AT1 Anleihen der Banken, die im Gegensatz zum Tier 2 nicht automatisch einen Default mit sich ziehen. Wobei der Kupon beim Corporate Hybrid in den Folgejahren aufgeholt werden kann, dies ist beim AT1 der Banken nicht möglich.

Die große Unterscheidung zum Banken AT1 stellt für den Corporate Hybrid die Wandlung in Eigenkapital und die Rolle der Aufsicht dar. Banken AT1 Anleihen beinhalten ein Wandlungsrecht in Aktien, wenn das Eigenkapital unter eine gewisse Schwelle fällt (normalerweise 5,125%, wobei es hier auch Bedingungen mit höheren Schwellen gibt). Ebenso hat der Regulator bei AT1 Anleihen der Banken eine gewisse Interventionsmöglichkeit, wenn es um die Stabilität des Finanzsystems geht, wie wir dies bei der Rettung der Credit Suisse gesehen haben.

Auch der sehr oft verwendete Step-up nach dem Kündigungsrecht bei Corporate Hybrids unterscheidet sich gegenüber den AT1 Anleihen der Banken. Hohe Step-ups machen es bei den Corporate Hybrids nochmals wahrscheinlicher, dass der Bond beim ersten Kündigungstermin auch zurückgezahlt wird, da sonst die Zinslast für den Emittenten deutlich steigen würde.

Diese zusätzlichen Unterscheidungsmerkmale führen dazu, dass bei Anleihenbenchmarks wie dem IBOXX Euro Corporate Bond Index Corporate Hybrids und Banken Tier 2 Anleihen Bestandteil sind, AT1-Anleihen der Banken hingegen nicht.

## Ein Ausblick

### Emittenten

Sowohl Corporate Hybrids als auch Banken Nachranganleihen sind in den letzten Jahren immer mehr zu einem fixen Bestandteil der Eigenkapitalquoten vieler Branchen geworden. So emittieren nicht nur die klassischen Finanzinstitute Nachranganleihen, sondern auch viele der globalen Telekom-, Industrie-, wie auch Energie- und Versorgungsunternehmen.

Auf der Bankenseite ist das Hauptargument seit der Finanzkrise 2008 die Erhöhung der Stabilität des Finanzsektors. Dies wird von den Aufsichtsinstanzen und der Politik konsequent verfolgt und damit auch die Vorgabe deutlich höherer Eigenkapitalquoten der Institute. Diese

Entwicklung hat die Attraktivität der Emission von AT1 und Tier 2 Anleihen bei Banken stark unterstützt. Vor allem in den letzten Jahren und natürlich auch im Niedrigzinsumfeld rückte für mehr und mehr europäische als auch internationale Emittenten der Euro Markt als attraktive Möglichkeit für die Platzierung dieser Instrumente in den Vordergrund. Die Emissionen dienen als flexibles Eigenkapital, das auch in unruhigen Börsenzeiten emittiert werden kann.

Für Corporate Hybrids stellt der Euro Emissionsmarkt eine sehr attraktive Alternative zum US Markt dar, da sich in den letzten Jahren die Markttiefe und auch die Liquidität deutlich erhöht und damit auch mehr und mehr Investoren auf diesem Markt aktiv wurden. Auch hier stellt die sehr flexible und einfache Ausgestaltung eines Eigenkapitalinstrumentes einen Weg dar, die Eigenkapitalquoten flexibel und mit verschiedenen Instrumenten und Laufzeiten zu steuern.

### Investoren

Investoren zeigen für diesen eher neuen Markt der Euro Nachranganleihen laufend größeres Interesse. Als attraktive Alternative mit deutlich positivem Zins im Niedrigzinsumfeld bewährte sich der Markt bereits über mehrere Zyklen hinweg.

Einen Dämpfer und deutliche Zurückhaltung brachte der bereits erwähnte Credit Suisse Ausfall speziell im Bereich der AT1-Anleihen. Doch auch hier muss man festhalten, dass der Markt sich nach einiger Zeit wieder deutlich positiv präsentierte und nicht zu Letzt die äußerst positive Performance der Jahre 2023 (trotz Credit Suisse) und 2024 brachten positive Impulse.

Auch wir als Metis Invest sind seit 2020 in diesem Markt aktiv und haben seit Auflage unseres Tailormade Sustainable Bond Opportunities Fonds im November 2020 sehr positive Erfahrungen mit der Asset Klasse gemacht. So finden wir ist diese nicht nur als Beimischung zu klassischen senior Investment Grade oder auch High Yield Anleihen interessant, es hat sich auch gezeigt, dass sich diese Asset Klasse, im Gegensatz zu Staatsanleihen, auch schnell wieder von der Zinswende erholen konnte. Mit einer durchschnittlichen Bonität der Anleihen im Investmentgrade Bereich stellt die Beimischung dieser Asset Klasse unserer Meinung nach einen klaren Mehrwert für jedes gut diversifizierte Anleihen-Portfolio dar.

# tailormade asset management

## Disclaimer

Dies ist eine Marketingunterlage der Metis Invest GmbH.

Der Inhalt dieses Dokuments richtet sich ausschließlich an professionelle Investoren. Die Weitergabe an Privatpersonen ist nicht gestattet. Alle Angaben und Inhalte dieses Dokumentes sind ohne Gewähr, vertraulich und ausschließlich für den internen Gebrauch bestimmt. Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokumentes, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Informationen aus externen Quellen sind durch Quellenhinweise gekennzeichnet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen.

Die vorliegende Studie wurde auf der Homepage der Metis Invest veröffentlicht und stellt somit einen geringfügigen, nicht finanziellen Vorteil im Sinne des Art. 11 DRL 2017/593 dar.