

Schoellerbank Analysebrief

Ausgabe Nr. 318, Juni 2017

Presseinformation

Wien/Salzburg, 02.06.2017

Wir behandeln folgendes Thema:

Bail-in für Investoren: Qualität macht den Unterschied

- Von der sicheren Senior-Bankanleihe hin zum risikobehafteten Wertpapier – der Regimewechsel erfolgte großteils abseits der medienwirksamen Öffentlichkeit
- Die Analyse von Finanzwerten ist komplex. Sie wird aber auch für den Anleiheninvestor wichtiger
- An Qualität führt kein Weg vorbei. Zumindest dann nicht, wenn man keine unliebsamen Überraschungen erleben möchte

Neue Regeln für Banken und deren Investoren

In Europa wurde beschlossen, dass in Zukunft im Falle einer drohenden Insolvenz von Banken nicht nur die Eigenkapitalgeber, sondern auch manche Gruppen von Fremdkapitalgebern (also Anleiheninvestoren) zur Kasse gebeten werden müssen. Und zwar bevor Staaten/Steuerzahler mit Hilfsleistungen einspringen dürfen. Die Staatshilfe wird als „Bail-out“, also eine Schuldenübernahme durch Dritte, bezeichnet. Im Unterschied dazu wird nun die Schuldenübernahme „von innen“ – also von bestehenden Kapitalgebern – als „Bail-in“ bezeichnet.

Zu diesem Thema werden viele Fachbegriffe und Abkürzungen verwendet. Vereinfacht gesagt ist das Grundziel der Aufseher, die Kapitaldecke von europäischen Banken durch (zusätzliches) verlusttragendes Kapital zu stärken. Diesem neu geschaffenen, verlusttragenden Kapital wurde die Bezeichnung „Bail-in-fähig“ gegeben. Es handelt sich dabei sowohl um eine neue rechtliche Behandlung bereits bestehender (Senior-)Anleihen, welche bereits in Kraft getreten ist, als auch um neu geschaffene Instrumente, wie die in Frankreich bereits von mehreren Instituten neu emittierten „Senior-Non-Preferred-Anleihen“.

Die Analyse von Banken als Investment

In Österreich sind Bankgeschäfte im Bankwesengesetz (BWG) geregelt, es gibt über 20 verschiedene „Geschäftsarten“, die allesamt konzessionspflichtig sind.

Die Grundgeschäfte sind die „Hereinnahme von Einlagen“ und die „Vergabe von Krediten“ – daher auch die Bezeichnung: „Kreditinstitut“. Bei diesen Geschäften erfüllen Banken eine wichtige volkswirtschaftliche Aufgabe als Intermediär: Sie verteilen die finanziellen Mittel von denen, die sie haben, an diejenigen, die sie gerade benötigen. Und Banken betreiben teilweise auch „Fristentransformation“: Sie finanzieren sich kurzfristig und damit günstig und vergeben langfristig Kredite zu höheren Zinsen. Dieses Geschäft ist natürlich auch mit Risiken verbunden. Und diese sind aus externer Sicht schwer analysierbar: Einerseits kann ein Investor

schwer beurteilen, wie qualitativ die Aktiva einer Bank sind (Kredite, Wertpapierbestände). Andererseits müssen Anleger auf die Passivseite der Bankbilanz sehen: Konservative Banken refinanzieren sich zu einem großen Teil durch Spareinlagen. Denn wie schwierig es in Liquiditätskrisen sein kann, sich über Anleihen-Emissionen zu (re-)finanzieren, sah man zuletzt in der Finanzkrise. Auch die Zusammensetzung der verschiedenen Finanzierungsarten ist für einen Anleger wichtig.

Die Finanzierungsinstrumente im Detail – aus Sicht des Anlegers

Das risikoträchtigste Finanzierungsinstrument für den Anleger ist die Aktie – Eigenkapital. Sie beteiligt den Investor am Unternehmen und zahlt als Ertrag eine Dividende. Letztere ist nicht von vornherein fix festgelegt. Die Ertragsmöglichkeiten sind normalerweise für Eigenkapitalgeber am höchsten, sie sind am Geschäftsmodell des Unternehmens beteiligt. Doch für Aktionäre ist auch das Risiko zweifelsohne am höchsten: Verluste aus dem täglichen Geschäft vermindern den Wert des Eigenkapitals. Und im Insolvenzfall sind die Eigenkapitalgeber die Ersten, die ihre Beteiligung abschreiben müssen. Dem gegenüber stehen natürlich unbeschränkte Gewinnmöglichkeiten in Form von Kursgewinnen und Ausschüttungen.

Als nächste Instrumente stehen Anlegern gewisse Formen von Hybrid-Kapital zur Verfügung. Der Begriff bezeichnet „Kreuzungen“ bzw. „Mischungen“ aus verschiedenen Bestandteilen. Es handelt sich dabei um Mischungen aus Eigen- und Fremdkapital. Konkrete Instrumente sind Partizipationskapital oder Genussscheine, Ergänzungskapital oder Nachranganleihen. All diese Instrumente können unterschiedlich ausgestaltet sein, haben aber oft eine typische Eigenschaft: Ihr Gewinn- und Verlustprofil ist asymmetrisch: Gewinne sind in Form eines Kupons fix bzw. beschränkt, Verluste können hingegen das gesamte Kapital betreffen. Und zwar auch ohne eine Insolvenz des Emittenten oder, im neuen rechtlichen Rahmen, ohne eine „Resolution“ (dazu weiter unten).

Die erste Stufe der absoluten Sicherheit waren bislang immer „Senior-Anleihen“. Wurde auf ein derartiges Papier ein Kupon nicht bezahlt, oder gar bei Endfälligkeit das Nominale nicht zurückgezahlt, so musste der Emittent Insolvenz anmelden. Ein Ereignis, das jeder Emittent tunlichst vermeiden möchte! Insofern galten Senior-Anleihen als sehr sichere Formen der Anlage, vor allem wenn es sich um einen qualitativ guten Emittenten handelte.

Diese alte Regel wird nun etwas umgeschrieben: Im neuen Regime können Senior-Anleihen unter bestimmten Voraussetzungen Verluste tragen. Zwar muss der Emittent davor gewisse Eigenmittelausstattungen unterschritten haben („point of non-viability“ – PONV, wird von der EZB festgestellt) und eine „Resolution“ muss ausgelöst werden. Doch dann können Verluste von normalen Senior-Anleihen „abgeschrieben“ werden – Investoren verlieren Teile ihrer Anlage. Und das ohne ihre Befragung/Zustimmung in einem Referendum und auch ohne Insolvenz des Emittenten. Denn die Banken-Insolvenz soll mit den neuen Regeln der Vergangenheit angehören und durch die Beteiligung aller Kapitalgeber – wenn nötig danach auch noch mit Staatshilfe – vermieden werden.

Analyse eines Investors

Gerade für einen Eigenkapitalgeber wird schnell klar, wie schwierig die Analyse einer Bankaktie ist: Komplex zu berechnende Eigenkapitalquoten und schwer analysierbare NPL-Quoten (=“non performing loans“ – notleidende Kredite) sind für einen Aktionär eine große Herausforderung.

Anleiheninvestoren haben es da zumindest etwas leichter: Ratingagenturen beurteilen die Wahrscheinlichkeit der fristgerechten Zahlung von Zinsen und Nominale nach professioneller Analyse „von innen“. Sie berücksichtigen üblicherweise Kennzahlen wie die Eigenmittelquote, die Quote des verlusttragenden Kapitals, die Zusammensetzung der Aktiva, die Quote ausfallsgefährdeter Kredite und dergleichen. Zusätzlich kann der Anleiheninvestor selbst noch weiter selektieren und beispielsweise die neuen „Senior-Non-Preferred-Bankanleihen“ (die derzeit nur von französischen Banken emittiert wurden) einfach nicht kaufen. Oder zumindest für einen Teil des Portfolios auf zusätzliche Sicherheiten in Form von Pfandbriefen oder Haftungen/Garantien setzen.

Natürlich ermöglichen unterschiedliche „Anleihen“ auch unterschiedliche Renditen oder Risikoaufschläge (das ist die Mehrrendite über dem „risikolosen Zins“): So bieten die neuen „Senior-Non-Preferred-Anleihen“ im aktuellen Niedrigzinsumfeld etwa doppelt so hohe Risikoaufschläge wie die bereits bestehenden Preferred Senior-Anleihen. Und das nächste Instrument in der Kaskade – die Nachranganleihe – bietet wieder etwa eine Verdoppelung des Aufschlages.

Unter dem Strich bleibt: Auch für Anleiheninvestoren ist die Analyse von Bankemissionen komplexer geworden.

Der Ansatz der Schoellerbank

Die Schoellerbank ist in den vergangenen Jahren bei klassischen Bankaktien immer zurückhaltender geworden. Wenn Titel aus der Finanzbranche selektiert werden, dann konzentrieren sich die Vermögensverwalter auf spezielle, aussichtsreiche Nischen der Finanzbranche wie etwa aktuell neue Zahlungssysteme oder das Custody-Geschäft.

In den Rentenmandaten der Schoellerbank wird größter Wert auf Sicherheit gelegt. Seit jeher haben sich die Anlageexperten die Regel auferlegt, keinerlei nachrangige Anleihen zu kaufen: Kein Ergänzungskapital, keine klassischen Nachranganleihen, kein Partizipationskapital oder ähnliches. Gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld lautet die Frage: Wie viel ist die Verdoppelung einer sehr niedrigen Rendite wert, wenn dem eine deutlich höhere Verlustwahrscheinlichkeit gegenübersteht?

Die „schwächsten“ Veranlagungen in den Schoellerbank-Anleihenprodukten waren immer schon „Senior-Anleihen“. Natürlich werden – wo immer es möglich ist – Anleihen mit höherer Sicherheit gekauft. Dazu gehören neben Staatsanleihen, Anleihen supranationaler Organisationen (z. B. Weltbank) und Staatsagenturen (z. B. ASFINAG) auch Anleihen mit zusätzlichen Haftungen der öffentlichen Hand und auch Pfandbriefe, wie fundierte Bankschuldverschreibungen, Hypothekendarlehen etc. Nur ein Teil der Kundenportfolios wird in der Schoellerbank Vermögensverwaltung in Senior-Anleihen ohne zusätzliche Sicherheiten investiert. Für diese gilt natürlich das strenge Korsett des Schoellerbank AnleihenRating, mit dem die Experten für sämtliche Anleihen strengere Kriterien festlegen, als die meisten Mitbewerber.

Dieser strikte Qualitätsansatz hat beispielsweise dazu geführt, dass die Schoellerbank während der letzten Finanzkrisen für ihre Kunden keinen einzigen Ausfall verzeichnen musste.

Aktuell werden von den Asset Managern der Schoellerbank keinerlei Emissionen von reinen Investmentbanken ohne breite Finanzierung über Kundeneinlagen gekauft, auch dann nicht, wenn diese ein solides Rating

aufweisen. Auch die in Frankreich neu geschaffenen „Senior-Non-Preferred-Anleihen“ werden aus Risikoüberlegungen gemieden.

All die internen Qualitätsüberlegungen führen zu einer **sehr selektiven Auswahl hervorragender Schuldner**. Natürlich kann kein Asset Manager das Risiko eines Bail-in kategorisch ausschließen. Dennoch ist am Qualitätsansatz der Schoellerbank erkennbar, dass sehr viel daran gesetzt werden kann, Investoren vor einem ungewollten „Haarschnitt“ (vom englischen „Haircut“: Abschlag vom Nominalwert z. B. eines Wertpapiers) zu bewahren.

Zur Verdeutlichung finden Sie nachstehend die aktuelle Veranlagungsstruktur einer gemischten Vermögensverwaltung (mit bis zu 50% Aktienbeimischung) per Mai 2017. Diese veranlagt auf der Rentenseite aktuell zu folgenden Anteilen in den jeweiligen Segmenten:

	Gewicht	davon Senior-Bankanleihen	Senior-Bankanleihen durchgerechnet
Fremdwährung	11%	1,8%	0,2%
Inflationsanleihen	28%	19,6%	5,5%
Nominalanleihen	25%	16,0%	4,0%
Zinsstrukturen	6%	44,4%	2,7%
Gesamt			12,4%

Die grau schattierten Einträge sind die Anteile von Senior-Bankanleihen. Der Rest des Vermögens ist in Staatsanleihen, supranationale Emittenten, gedeckte Anleihen etc. veranlagt und somit bei einem Bail-in komplett außen vor. Alle ausgewählten Anleihen müssen natürlich zu 100% die Schoellerbank-Qualitätskriterien erfüllen!

Auf einen Blick ist ersichtlich, dass in der gewählten Variante weniger als 13% des Vermögens theoretisch von Banken-Bail-ins betroffen sein könnten. Oder im Umkehrschluss: **Mehr als 87% sind völlig außen vor.**

Und selbst diese knapp 13% managen die Asset Manager der Schoellerbank innerhalb eines sehr strengen Regel-Korsetts.

Fazit

Der Anleiheninvestor muss nach den rechtlichen Neuregelungen von Bankenabwicklungen noch genauer prüfen, worin er investiert – sowohl auf Instrumenten- als auch auf Emittenten-Ebene. Weiter höchste Sicherheit für Investoren bieten sämtliche Anleihen mit zusätzlicher Deckung wie Pfandbriefe, Anleihen mit Staatshaftungen etc. Mündige Anleger sollten deshalb genau hinter die Kulissen blicken, um Erfolg und Risiko abschätzen zu können. Eine transparente Angabe der Qualitäts- und Selektionskriterien ist dabei der erste Schritt ins erfolgreiche Investorenleben.

Autor:

Mag. Felix Düregger

Direktor Asset Management

Schoellerbank AG

Tel. +43/662/86 84-2678

Rückfragen bitte auch an:

Marcus Hirschvogel, BA

Pressesprecher

Schoellerbank AG

Tel. +43/1/534 71-2950

1010 Wien, Renngasse 3

marcus.hirschvogel@schoellerbank.at

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 10 Standorten und 317 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von mehr als 11 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria.

Mehr Informationen unter: www.schoellerbank.at

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#)

Hinweis:

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthalten weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen.

Die Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse. Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Unter Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Die Interessentin bzw. der Interessent sollte sich hinsichtlich der konkreten steuerlichen Auswirkungen des Investments von einem Steuerberater beraten lassen.

Haftungsbeschränkung:

Alle Informationen beruhen auf verlässlichen Quellen und sorgfältigen Analysen, die jederzeit einer Änderung unterliegen können. Die Schoellerbank ist zu einer Aktualisierung dieser Informationen nicht verpflichtet.

Die Haftung der Schoellerbank für leichte Fahrlässigkeit im Zusammenhang mit der Quellenrecherche und Analyse und den darauf beruhenden Informationen wird ausgeschlossen.