



 Union
Investment

Nachranganleihen

Vorstellung einer attraktiven Asset-Klasse und regulatorische Implikationen

1 Nachranganleihen

1.1 Zusammenfassung

- Nachranganleihen sind aufgrund ihrer komplexen Strukturen sowie ihrer Illiquidität „underresearched“ und können deshalb attraktive Renditeaufschläge bieten
- Im Vergleich zu Senioranleihen bieten Nachranganleihen Relative Value
- Gängige Investment-Grade-Indizes berücksichtigen Nachranganleihen nur in sehr eingeschränktem Maße. Individuelle Anlagelösungen sind deshalb zu bevorzugen

1.2 Aktueller Marktüberblick

Der Markt für europäische Unternehmensanleihen stand um die Jahreswende 2015/2016 deutlich unter Druck. Zunächst geriet der Industriesektor in starke Turbulenzen: Zweifel hinsichtlich des Wachstumstempos der chinesischen Wirtschaft, die Schwäche an den Rohstoffmärkten (vor allem der rückläufige Ölpreis) und die Unklarheit über die Zinspolitik der Fed waren dabei die wesentlichen Einflussfaktoren. Die vom Markt unerwartete fundamentale Verschlechterung bei einigen Unternehmen aus dem Industriesektor wirkte sich belastend auf die Anleihenotierungen aus. Auf Einzeltitelebene waren Firmen wie beispielsweise RWE und andere Unternehmen, vor allem aus dem Commodity-Bereich (Öl und Gas), hiervon betroffen. Die Unsicherheit der Anleger wirkte sich hauptsächlich im Bereich der nachrangigen Industriefinanzen aus, die von entsprechend rückläufigen Notierungen betroffen waren. Mögliche Kreditausfälle oder Herabstufungen in den hochverzinslichen Bereich (High Yield) wie im Falle von Anglo American oder der französischen Casino spiegelten sich in den Notierungen entsprechend wider. Darüber hinaus belastete der Abgasskandal von Volkswagen in den USA als idiosynkratisches Ereignis den Gesamtmarkt.

In dieser Phase zeigte sich der Finanzsektor hingegen noch vergleichsweise stabil.

Mit Beginn 2016 gerieten dann aber auch Finanzanleihen unter Druck. Neben den zuvor beschriebenen fundamentalen Faktoren, die auch hier zunehmend Beachtung fanden, waren es vor allem den Finanzsektor betreffende spezifische Faktoren, die vor allem im Finanz-Nachrangbereich ihren entsprechend negativen Niederschlag fanden.

Die Profitabilität der Banken: Ein Zinsniveau nahe der Nulllinie oder im Rahmen der (negativen) Einlagensätze stellt einen nicht zu unterschätzenden Belastungsfaktor für den Bankensektor dar. Eine sich verringende Nettozinsmarge bringt die wichtigste Profitabilitätsquelle der Banken unter Druck. In Europa generiert eine Bank im Durchschnitt knapp 60 Prozent ihrer Erträge im Zinsgeschäft. Es folgen das Kommissionsgeschäft (25 Prozent) sowie Handel und andere Aktivitäten mit 15 Prozent. Da das Zinsniveau auf absehbare Zeit auf den aktuellen Levels oder sogar darunter verharren dürfte, werden die Margen entsprechend weiter unter Druck stehen.

Die sich verschärfende Regulierung im Finanzsektor: Zusätzliches Ungemach droht dem Bankensektor durch eine immer komplexere Regulierung. Hierbei steigen sowohl die Anforderungen an das haftende Eigenkapital (Basel III) als auch an die Verlustabsorptionsfähigkeit (TLAC, Total Loss-Absorbing Capacity) im Falle einer Zahlungsunfähigkeit eines Kreditinstituts. Die Mindestanforderungen nach Basel III müssen mit Beginn 2019 vollständig umgesetzt sein, während die komplexe TLAC-Regelung mit ihrer ersten Stufe ebenfalls 2019 in Kraft treten wird. Allerdings will die Europäische Zentralbank derzeit den Banken mit einer Lockerung der Vorgehensweise bei der Fähigkeit der Ausschüttung von Kupons der AT1-Anleihen entgegenkommen. Kurz gefasst bekommen die Institute von der EZB etwas mehr Flexibilität bei der Aufstockung ihrer Kapitalausstattung bis 2019.

Deutliche Einbußen waren innerhalb der turbulenten Phase vor allem am Markt für Contingent Convertible Bonds (CoCo) zu beobachten. Zu den CoCo-Verlusten hat-

ten zwei weitere spezielle Faktoren maßgeblich beigetragen: Eine implementierte italienische Bad-Bank Lösung. In deren Rahmen kam es zu einer Abwicklung dreier italienischer Kleinbanken. Dabei wurden die Nachranganleihen der Institute mit in die Haftung übernommen, was von den Marktteilnehmern mit wenig Begeisterung aufgenommen wurde. Vor allem aber sorgte der Geschäftsbericht der Deutschen Bank für das abgelaufene Jahr 2015 für Unruhe. Angesichts des mit 6,8 Milliarden Euro für 2015 überraschend hoch ausgefallenen Verlustes, der hauptsächlich auf Rückstellungen für Rechtsstreitigkeiten und auf das defizitäre Investmentbanking zurückzuführen ist, wird die Dividendenzahlung im Jahr 2016 und wahrscheinlich auch im kommenden Jahr ausfallen. Da Dividende und Kuponzahlungen für AT1-Anleihen aus demselben Ertragstopf vorgenommen werden, wurde ein Ausfall des kommenden oder sogar mehrerer CoCo-Kupons am Markt befürchtet. Die Deutsche Bank hat jährlich 350 Millionen Euro für ihre CoCo aufzuwenden. Angesichts der veröffentlichten Zahlen ging es um die Frage, ob die Deutsche Bank noch ausreichend Erträge generieren kann, um entsprechende CoCo-Kupons bedienen zu können. Eine Frage, die sich dann auch für den gesamten Finanzsektor stellte. Die CoCo der Deutschen Bank kamen somit deutlich unter Druck. Der Markt preiste zunächst keinen Call und damit eine ewige Laufzeit der Papiere ein, zudem wurde mit drei Kuponausfällen gerechnet. Darüber hinaus stiegen auch die Kreditausfallversicherungen (CDS) auf Senioranleihen merklich an. Den Gesamtmarkt betreffend waren in der turbulenten Phase zunächst sämtliche Anleihen hinsichtlich der Bewertung auf a) eine ewige Laufzeit und b) mindestens zwei Kuponausfälle gepreist. Die Rendite lag dabei über den Eigenkapitalkosten, was Neuemissionen im Rahmen der aktuellen Bewertung unwahrscheinlich machte. Die Deutsche Bank reagierte aber prompt und stellte den umfangreichen Rückkauf von Senioranleihen in Aussicht, um das Vertrauen in das Unternehmen zu stärken. Im Rahmen der in der Folge durchgeführten Tenderverfahren wurde der Deutschen Bank nur eine geringe Quote

an entsprechenden Papieren angedient, was am Markt zu einer Glättung der Wogen führte. Viele Anleger halten demzufolge an ihren Anleiheengagements in der Deutschen Bank fest.

In der Folge hat sich die Lage am Markt für nachrangige Finanzanleihen wieder deutlich beruhigt. Bei den meisten Instituten ist nur noch ein Kuponausfall eingepreist, die Rendite liegt zumeist wieder auf den Eigenkapitalkosten. Damit ist bei den meisten Papieren aufgrund der prohibitiv hohen Kosten für Ersatz weiterhin eine ewige Laufzeit eingepreist. Die Kurse konnten sich auf breiter Ebene wieder erholen. Auch im Bereich der nachrangigen Industripapiere hat sich die Lage wieder deutlich aufgehellt.

Der gestoppte Verfall der Rohstoffpreise hat dann auch zur Stabilisierung im Industriesektor geführt. Die zuvor zu beobachtenden deutlichen Spreadausweitungen wurden korrigiert, auf Indextebene tendierte der Gesamtmarkt im Jahresverlauf

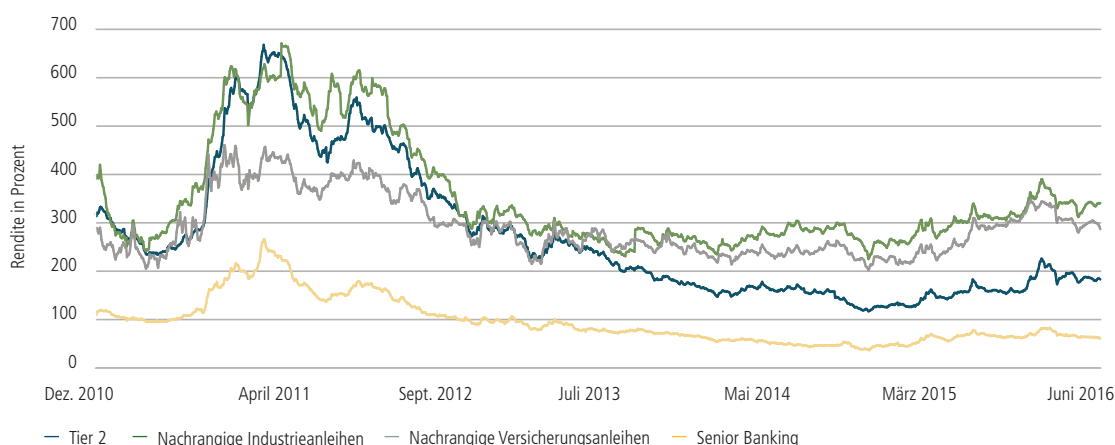
bis Ende März im Plus. Unterstützung erfuhr der Unternehmensleihemarkt zuletzt auch von der Europäischen Zentralbank. Diese hatte im März für den Markt überraschend entschieden, den Unternehmensleihesektor in ihr Ankaufprogramm aufzunehmen. Voraussichtlich ab der zweiten Jahreshälfte 2016 wird die EZB sowohl am Primär- als auch Sekundärmarkt Unternehmensanleihen im Rahmen des Corporate-Sector-Purchase-Programms (CSPP) erwerben. Die Ankäufe zielen sowohl auf Industrie- als auch Versicherungsanleihen mit Mindestrating BBB- ab. Der Anleiheemittent muss seinen Sitz im Euroraum haben oder die Anleihe über eine im Euroraum ansässige Tochtergesellschaft platzieren. Papiere von Kreditinstituten werden nicht berücksichtigt.

Unternehmen, die Tochtergesellschaften mit Bankaktivitäten besitzen, fallen hingegen unter das CSPP. Daraus ergibt sich für die EZB ein kaufbares Gesamtvolumen von gut 800 Milliarden Euro. Schätzungsweise dürften fünf bis zehn Milliarden Euro pro

Monat von der Zentralbank angekauft werden.

Der europäische Unternehmensleihemarkt hat bereits im Vorfeld sehr freundlich auf die EZB-Ankündigung reagiert. Vor allem legten jene Papiere zu, die unter das CSPP fallen werden. Hiervon konnte auch der Finanzsektor profitieren, der trotz Nichtberücksichtigung mit nach oben gezogen wurde. Der europäische Unternehmensleihemarkt sollte vom CSPP auf Dauer gut unterstützt sein, wenngleich mit der EZB als neuem und dauerhaftem Ankäufer die Marktliquidität betreffend eher negative Auswirkungen zu befürchten sind.

Spreadentwicklung von Nachranganleihen mit Investment Grade Rating



Quelle: BofA Merrill Lynch, Stand: 7. Juni 2016.

1.3 Attraktivität von Nachranganleihen

Den Bankensektor betrachtet befinden sich der Nachrangsektor und insbesondere der CoCo-Markt zweifelsohne im Spannungsfeld zwischen (regulatorisch bedingtem) steigendem Kapitalbedarf und rückläufigen Gewinnen. Solange der Kapitalbedarf der Kreditinstitute steigt und die Notwendigkeit besteht, aufsichtsrechtliche Vorgaben zur Eigenkapitalausstattung zu erfüllen, besteht auch die Notwendigkeit, in Zukunft weitere CoCo zu emittieren. Die emittierenden Banken dürften deshalb darauf bedacht sein, hier nichts „anbrennen“ zu lassen und alles dafür zu tun (siehe

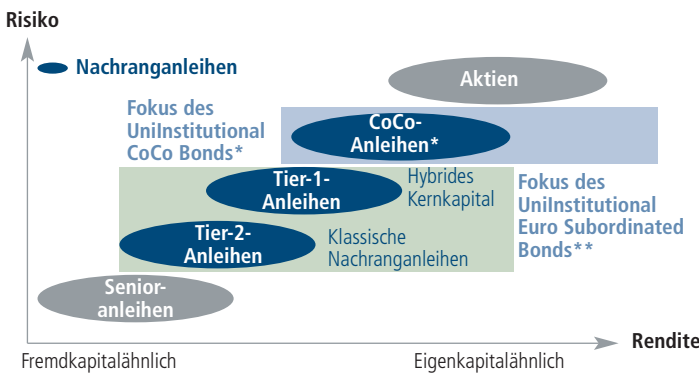
Deutsche Bank), die entsprechenden Kapazitäten zur Erfüllung ihrer Zahlungsverpflichtungen bereitzustellen.

Für den Unternehmensleihesektor ergeben sich insbesondere vor dem Hintergrund des durch die Europäische Zentralbank initiierten Niedrigzinsumfeldes interessante Renditelevel, auch im Vergleich zu Senioranleihen.

Betrachtet man Nachranganleihen nun nicht nur aus dem Blickwinkel des weiterhin andauernden Niedrigzinsumfeldes, sondern zieht auch ein sich zukünftig veränderndes Zinsniveau in Betracht, so verfügen laufzeitgleiche Nachrangpapiere im

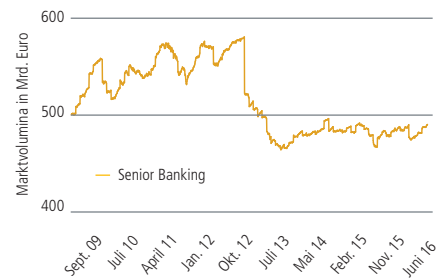
Vergleich zu Seniertiteln, hervorgerufen durch eine größere Spreadkomponente, aus technischer Sicht über eine geringere Korrelation zu den Zinsmärkten. Zusätzlich weisen Nachranganleihen durch die höhere Rendite auch einen höheren Puffer auf, um im Falle steigender Zinsen noch positive Erträge zu erwirtschaften. Eine Nachfrageverschiebung zugunsten von Senioranleihen im Fall eines deutlichen Zinsanstieges könnte sich jedoch negativ auf den Nachrangmarkt auswirken.

Kapitalstruktur von Banken – Einordnung im Risiko-Rendite-Diagramm



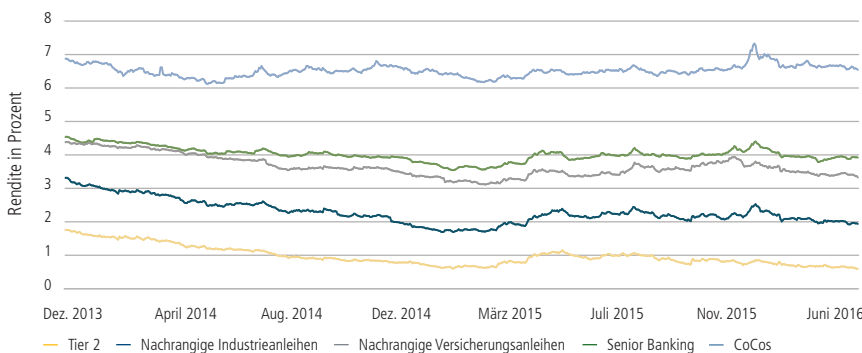
* Contingent Convertibles.
 ** Grafik ohne Berücksichtigung der Industrie- und Versicherungsanleihen. Sie sind ebenfalls Bestandteil des Fonds.
 Bitte beachten Sie den rechtlichen Hinweis am Ende der Präsentation.
 Quelle: Union Investment. Stand: 31. März 2016.

Leicht rückläufiges Volumen bei Senior Unsecured



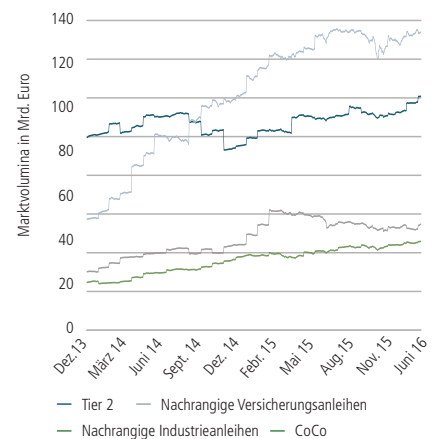
Quelle: BofA Merrill Lynch. Stand: 7. Juni 2016.

Nachranganleihen: Renditeniveau einzelner Segmente



Quelle: BofA Merrill Lynch. Stand: 7. Juni 2016.

Steigende Volumina im Industrie- und Versicherungssektor



Quelle: BofA Merrill Lynch. Stand: 7. Juni 2016.

2 Exkurs: Contingent Convertibles (CoCos)

2.1 Hintergrund

Während der Aufarbeitung der Finanzkrise sah man neben dem Anpassungsbedarf bei der Höhe und Ausgestaltung von Kapitalquoten die Notwendigkeit, dass Finanzinstitute wirksamere Instrumente im Bereich von nachrangigen Anleihen emittieren. Durchdacht wurde diese Fragestellung auf wissenschaftlicher und theoretischer Basis sowie von den jeweiligen Bankenaufsichten. Dabei taten sich besonders die regulierenden Behörden in der Schweiz und in England hervor, die die Nutzung von Contingent Convertibles (CoCos) in die regulatorischen Anforderungen aufnahmen. Mittlerweile sind Emissionen von Banken aus fast allen Ländern Europas zu sehen.

2.2 Ausgestaltung

Die Funktionsweise von CoCos soll es einer Bank in Stresssituationen ermöglichen, ihre Kapitalquoten ohne den zu diesem Zeitpunkt problematischen Gang an den Kapitalmarkt zu verbessern. Dies wird erreicht, indem bei einem vorab definierten Kapitalniveau, dem sogenannten

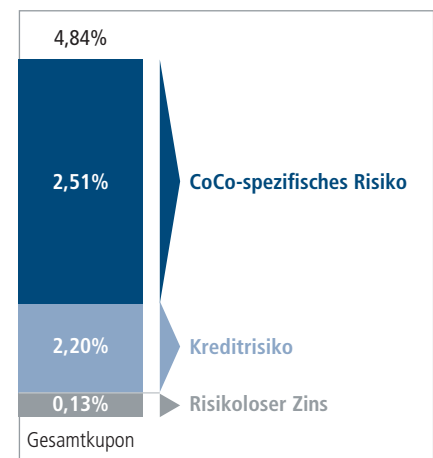
Triggerlevel, eine Umwandlung in hartes Eigenkapital oder eine Herabschreibung des Nominalbetrages durchgeführt wird. Diese Herabschreibung kann dabei je nach Ausgestaltung der CoCos dauerhaft oder temporär sein. Außer über die Ausgestaltung der Umwandlung werden CoCos zusätzlich über die Höhe des Triggerlevels gruppiert. Dabei wird zwischen dem sogenannten High Trigger und Low Trigger unterschieden. Als Standard für die Triggerlevel haben sich mittlerweile Kapitalquoten von sieben Prozent für den High Trigger und fünf Prozent für den Low Trigger durchgesetzt. Die genannte Kapitalquote bezieht sich auf die nach Basel III definierte höchste Kapitalform (Common Equity Tier 1) im Vergleich.

2.3 Investitionsmöglichkeiten

Als neues Instrument am Kapitalmarkt hatten CoCos zu Beginn mit Akzeptanzproblemen zu kämpfen. Gründe hierfür sind z. B. der anfänglich starke Fokus auf „Private-Banking-Kunden“ und die mangelnde Abbildbarkeit in der Systemlandschaft. Ein besseres Verständnis, wiederkehrende Ausgestaltungen der CoCo-

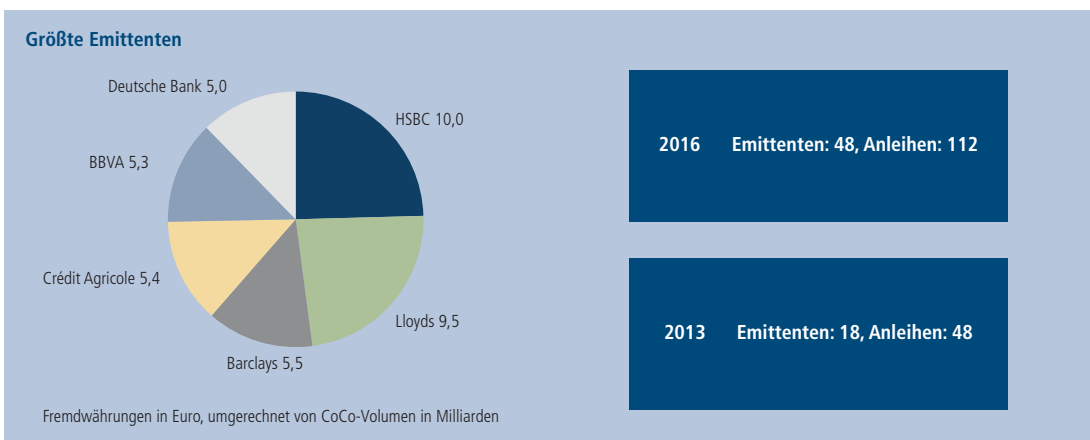
Emissionen und ein im Vorfeld der zuvor beschriebenen Marktturbulenzen positives Marktumfeld haben zu einer wachsenden Anzahl von potenziellen Investoren geführt. Führende Research-Häuser beziffern, gemessen an dem durch die Regulierung auftretenden Kapitalbedarf, die potenzielle Marktgröße auf ca. 400 Milliarden Euro.

Das CoCo-spezifische Risiko ist der zentrale Renditetreiber



Quelle: Union Investment. Stand: 31. März 2016.

Anzahl der Emittenten und Anleihen deutlich gestiegen



Quelle: Union Investment. Stand: 25. April 2016.

3 Exkurs: Nachrangige Industriefinanzen

Entstanden ist dieses Teilsegment des Nachrangmarktes bereits vor der Finanzkrise. Ein deutlicher Anstieg der Marktkapitalisierung ist jedoch seit 2013 zu beobachten. Eine hohe Aktivität am Primärmarkt hat zu einer deutlichen Ausweitung des Nominalvolumens im Bereich nachrangiger Industriefinanzen geführt. Der Markt für nachrangige Industriefinanzpapiere setzt sich fast ausschließlich aus sogenannten Hybridpapieren zusammen. Das sind Schuldverschreibungen, die aufgrund ihrer Struktur sowohl Fremd- als auch Eigenkapitalcharakteristika aufweisen. Hauptmerkmale sind sehr lange oder unendliche Anleihelaufzeiten mit Kündigungsoption des Emittenten. Zinszahlungen können im Falle der Verfehlung von Unternehmenskennziffern oder der Einstel-

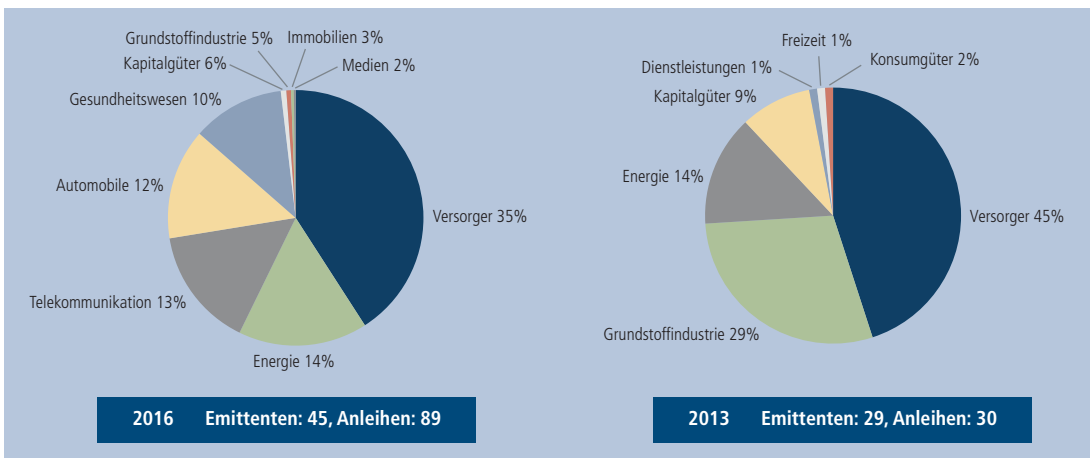
lung der Dividende ausgesetzt werden. Eine Nachholung der Zinszahlung kann jedoch je nach Ausgestaltung der Anleihebedingungen vorgenommen werden. Die Kapitalbedienung ist naturgemäß gegenüber den übrigen Gläubigern nachrangig.

Der Anteil der Emittenten und vor allem die Anzahl der am Markt handelbaren Anleihen (89 gegenüber 30) haben im Dreijahresvergleich deutlich zugenommen und bieten damit ein sehr viel breiteres Anlagespektrum. Auch mit Blick auf die Volumina ist der Markt in den vergangenen Jahren sehr stark gewachsen.

Emittierende Unternehmen erhalten beim Begeben dieser Anleihen eine Eigenkapitalanrechnung durch die Rating-Agenturen

und sind somit in der Lage, stabilisierend auf ihre Ratings einzuwirken, ohne dabei das im Vergleich zu Nachranganleihen teurere Eigenkapital ausgeben zu müssen. Für Nachranginvestoren besteht somit die Möglichkeit, von attraktiven Risikoaufschlägen aus dem Industriesektor zu profitieren. Unsicherheiten können sich durch Veränderungen der Rating-Systematik und die durch den Markt nicht erwartete ausbleibende Nutzung der Callrechte durch die Emittenten ergeben. Bis dato haben jedoch alle Emittenten ihre Callrechte genutzt.

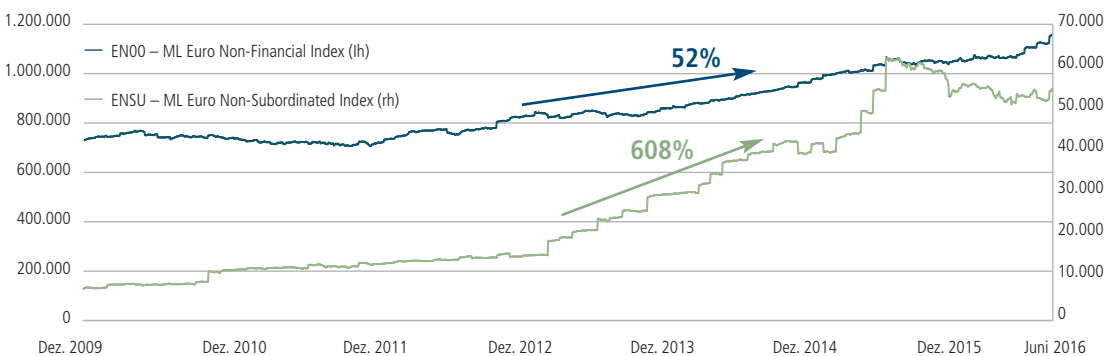
Deutlich diversifizierter als noch im Jahr 2013



Quelle: Union Investment in Anlehnung an ML Euro Non-Financial Subordinated Index (ENSU) und ML BB-B Euro Non-Financial High Yield Constrained Index (HECS). Stand: 31. Januar 2016.

Stark gewachsener Hybridanleihemarkt für Industriefinanzen

Entwicklung Marktwert seit 2010 (in Mio. Euro)



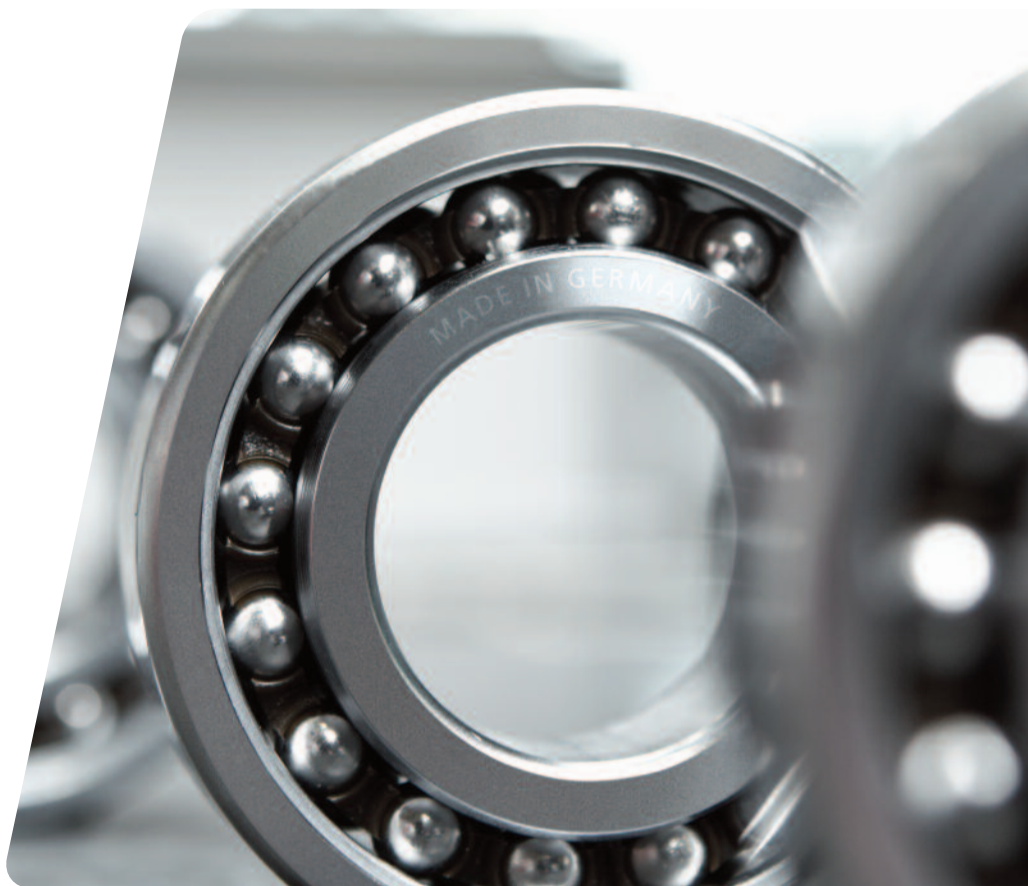
Quelle: BofA Merrill Lynch. Stand: 7. Juni 2016.

4 Investmentansatz und -team

- Klarer Fokus auf unseren Kernfähigkeiten – eine langfristig ausgerichtete Einzeltitelselektion ist die Hauptalphaquelle
- Ausgeprägte Risikokultur – Risikomanagement ist ein integraler Bestandteil des Investmentprozesses
- Starkes Investmentteam, das einen integrierten Research- und Portfolioansatz verfolgt. Das Team umfasst eine ganze Reihe von Investmentspezialisten mit einer durchschnittlichen Investmenterfahrung von rund 15 Jahren, die sich auf das Management von Unternehmensanleiheportfolios konzentrieren. Hiervon sind vier Portfoliomanager auf Financials spezialisiert
- Besonderer Fokus auf der Analyse der Ausgestaltung der jeweiligen Anleihen. Grundvoraussetzung für diese Analyse ist dabei die durch Union Investment erbrachte Fundamentalanalyse des Unternehmens
- Wir verwalten 18,6 Milliarden Euro* in Unternehmensanleiheportfolios, davon sind 2,36 Milliarden Euro** in Nachranganleihen investiert
- Union Investment hat die kritische Teamgröße und den Track Record, um Nachrangmandate erfolgreich managen zu können

* Stand: 7. April 2016

** Stand: 22. März 2016



Wir arbeiten für Ihr Investment

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Dokument genannten Fonds sind ausschließlich für professionelle Kunden gemäß § 31a Abs. 2 WpHG vorgesehen. Ausführliche produktspezifische Informationen, insbesondere zu den Anlagezielen, den Anlagegrundsätzen/der Anlagestrategie, dem Risikoprofil der Fonds sowie den Chancen und Risiken, entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt, den Anlagebedingungen sowie den Jahres- und Halbjahresberichten, die Sie kostenlos in deutscher Sprache über die Union Investment Institutional GmbH erhalten. Diese Dokumente bilden die allein verbindliche Grundlage für den Erwerb. Angaben zur Wertentwicklung von Fonds sowie die Einstufung in Risikoklassen/Farbsystematik von Fonds und anderen Produkten von Union Investment basieren auf den Wertentwicklungen und/oder der Volatilität in der Vergangenheit. Damit wird keine Aussage über eine zukünftige Wertentwicklung getroffen. Die Inhalte dieses Werbematerials stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung noch die individuelle qualifizierte Steuerberatung. Es wurde von der Union Investment Institutional GmbH sorgfältig entworfen und hergestellt, dennoch übernehmen wir keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen: 31. August 2016, soweit nicht anders angegeben.



Herausgeber

Union Investment Institutional GmbH
Weissfrauenstrasse 7
60311 Frankfurt/Main
Deutschland

Telefon: +49 69 2567-7652
Telefax: +49 69 2567-1616

institutional@union-investmnet.de
www.institutional.union-investment.com

Stand: 31. August 2016