

St. Margrethen, im April 2024

AT1 Instrumente für deutsche Regionalbanken Alpstein Capital Managements (ACM) Fondsstruktur ermöglicht optimiertes Liquiditätsmanagement

1. Ausmaß der Sekundärmarktliquidität börsenorientierter Kreditinstitute

An den **Aktienmärkten** verpflichten sich designierte **Broker** dazu, **Preise im Markt zu stellen**, zu denen sie Wertpapiere kaufen und verkaufen, damit auch bei starken Preissteigerungen und -rückgängen für **Liquidität** gesorgt ist. Die sogenannten „**market maker**“ sind angehalten, sich bei allen Marktaussichten stets an diese Parameter zu halten. Wenn das Umfeld unberechenbar oder volatil wird, müssen sie diszipliniert bleiben, um weiterhin **reibungslose Transaktionen** zu ermöglichen.

Diese Konvention gilt in der Praxis **nicht für „market maker“ in den Kreditsekundärmärkten**. Banken und andere Broker sind nicht verpflichtet, Preise für den Kauf oder Verkauf festverzinslicher Papiere zu stellen. Obwohl **Anleihen** und anleiheähnliche Instrumente in den meisten Fällen **börsennotiert** sind, ist es für einen „Market Maker“ nicht zwingend, Liquidität in Form von Zwei-Wege-Märkten bereitzustellen, wenn das Umfeld nicht vorteilhaft ist.

Aus diesem Grund können **Kreditmärkte insbesondere unter Stress illiquide** werden. Wir konnten ein solches Phänomen schon mehrfach beobachten, beispielsweise im letzten Jahr im AT1-Markt, als Credit Suisse von der UBS übernommen wurde und deren AT1-Instrumente unwiderruflich auf null abgeschrieben wurden. Ein **Dominoeffekt** führte dazu, dass im Markt für AT1-Bonds tagelang praktisch keine Kaufkurse zu finden waren und die Preise der Bonds kurzfristig um bis zu 20–25 Cents auf den Euro korrigierten. Alle diese Anleihen gelten aufgrund ihres **großen Emissionsvolumens** und ihres **börsennotierten Charakters grundsätzlich als liquide**, in **Krisenzeiten unterliegt ihre Preisentwicklung jedoch unregelmäßigen Schwankungen**.

Zuletzt geriet der Preis des ausstehenden **AT1-Instruments der Pfandbriefbank massiv unter Druck**. Es ist allgemein bekannt, dass das Institut unter der Malaise auf dem Markt für Gewerbeimmobilien, insbesondere in den USA, leidet und schmerzhaft Wertberichtigungen in ihrer Bilanz hinnehmen muss. Der **Aktienkurs hat erheblich gelitten**, und auch die ausstehenden vorrangigen Inhaberschuldverschreibungen wurden um ca. 10 % diskontiert.



Die AT1-Anleihe verfügt über einen Auslöser zur Herabschreibung seines Nominalwerts, der für solche Instrumente typisch ist. Ein abstürzender Aktienkurs ist aber noch kein Indiz, dass dieses Kapitalniveau nach unten durchbrochen wird – dazu sind erhebliche effektive Verluste im Eigenkapital erforderlich, die weit über die regulatorischen Anforderungen gehen. Der Preis des eigenkapitalähnlichen Instruments ist in jedem Fall entsprechend deutlich mit dem Rückgang des Aktienkurses gesunken. In der **Hektik des Ausverkaufs** scheint es nicht darum zu gehen, einen fairen Wert für die Anleihe zu finden, sondern vielmehr darum, das Risiko von Engagements in Pfandbriefbank im Allgemeinen zu reduzieren. In der Folge **fiel die Anleihe kurzfristig um 50 Cents** auf den Euro und notierte zwischenzeitlich bei **nur etwa 20 Cents**.



Diese Anleihe ist wie die meisten ihrer Pendanten **börsennotiert** (siehe unten). Dennoch ist der **starke Preisverfall** eine Folge der **Zurückhaltung von Market Maker** und der Tatsache, dass im Markt während der **jüngsten Stressphase kaum bis keine Kaufkurse** gestellt wurden. Die Folge ist ein erheblicher Kurssturz und das Erfordernis, den Wert der Titel in den Portfolien entsprechend zu korrigieren. Umgekehrt kann man feststellen, dass dann zu diesen „Schnäppchenkursen“ keine Investoren bereit sind, Verkäufe zu tätigen.

25) Bond Description		26) Issuer Description	
Pages: 11) Bond Info, 12) Addtl Info, 13) Reg/Tax, 14) Covenants, 15) Guarantors, 16) Bond Ratings, 17) Identifiers, 18) Exchanges , 19) Inv Parties, 20) Fees, Restrict, 21) Schedules, 22) Coupons, 23) Impact, Quick Links: 32) ALLQ Pricing, 33) QRD Qt Recap, 34) TDH Trade Hist, 35) CACS Corp Action, 36) CF Filings, 37) CN Sec News, 38) HDS Holders, 60) Send Bond			
Exchanges, Issuance & Trading Information			
Clearing House	Exchange	MIC Code	Mkt Segment
EUROCLEAR	ALL GERMAN SE	YYYY	
CLEARSTREAM LUX	Gettex	MUND	
	LUXEMBOURG	XLUX	RM-Regulated Market
	Quotrix	XQTX	
	TRADEGATE	XGAT	



Trotz ihrer **formellen Börsennotierung** wird der Handel mit **Anleihen traditionell außerbörslich** abgewickelt. Bloomberg verfügt über das wahrscheinlich am weitesten verbreitete Medium für den institutionellen Handel. Transaktionen können nicht nur über Bloomberg abgewickelt werden, es bietet Banken und anderen „Market Makern“ auch eine Plattform, auf der sie Kauf- und Verkaufsinteressen sowie gewünschte Auftragsgrößen äußern können. Allerdings muss die Gültigkeit eines Gebots oder einer Offerte vor dem Abschluss einer Transaktion durch direkte Kontaktaufnahme bestätigt werden.

Es ist nicht ungewöhnlich, dass die angegebenen **Preisniveaus lediglich Indikationen** und keine **wirklich unmittelbar handelbaren Preise** sind. Im Wesentlichen stellt die BVAL-Funktion von Bloomberg den Durchschnitt des Gesamtinteresses aller Market Maker dar, die Interesse am Handel zeigen, und sie wird häufig als „mark-to-market“-Instrument für Anlegerportfolios verwendet. Allerdings sind diese **Indikationen in Krisenzeiten schnell überholt** und können dann **nicht mehr als verbindliches Interesse** gewertet werden, wie das auf der folgenden Bloomberg-Seite bei Pfandbriefbank-Preisen um die 20 Cents zu beobachten war.

ALPSTEIN

PCS	Firm Name	Bid Px / Ask Px	Bid Yld / Ask Yld	BSz(M) x ASz(M)	Time
CBBA	CBBT TCA Adjusted	19.566 / 21.743	75.360 / 69.483	500 x 500	03/01
BVAL	BVAL (Score: 9)	20.000 / 20.921	74.113 / 71.595	x	03/01
EXCH	EXCHANGE TRADED	20.800 / 20.990	71.917 / 71.413	x	d03/01
	Last Trade	20.213	--	--	03/01
BTIG	BTIG	19.000 / 22.000	77.104 / 68.892	1,000 x 1,000	18:08
STNX	StoneX Financial Ltd	19.000 / 23.000	77.104 / 66.513	1,000 x 1,000	08:00
TSAF	TSAF OTC	18.655 / 22.315	78.172 / 68.126	1,000 x 1,000	07:22
EVET	Ever Capital	33.000 / 38.000	48.854 / 42.689	1,000 x 1,000	03/01
KECH	KEPLER CHEUVREUX ...	19.109 / 22.065	76.773 / 68.733	1,000 x 1,000	03/01
TRDG	TradeGate	18.215 / 21.000	79.521 / 71.387	1,000 x 1,000	03/01
AURX	AURIGA Global Inv	15.00 / 22.00	91.590 / 68.846	1,000 x 1,000	03/01
GETX	GETTEX	18.215 / 21.595	79.521 / 69.854	200 x 200	03/01
BAAD	Baader Bank AG	18.215 / 21.595	79.521 / 69.854	200 x 200	03/01
SEAP	Seaport Global Hldgs	20.000 / 21.000	74.165 / 71.436	x	11:19
HINVR	HANOVER EXCHANGE ...	20.820 / 21.000	71.864 / 71.387	x	d03/01
HMBG	HAMBURG EXCHANGE ...	20.810 / 21.000	71.890 / 71.387	x	d03/01
STGT	STUTTGART EXCHANG...	20.810 / 21.000	71.890 / 71.387	x	d03/01
BRLN	BERLIN EXCHANGE	20.800 / 20.990	71.917 / 71.413	x	d03/01
GERM	GERMAN EXCHANGE ...	20.800 / 20.990	71.917 / 71.413	x	d03/01
DUSS	DUSSELDORF EXCH	20.790 / 21.000	71.944 / 71.387	x	d03/01
FRNK	FRANKFURT EXCH	20.790 / 21.000	71.944 / 71.387	x	d03/01
DWZH	DWZ - HAMBURG FIX...	18.830 / 18.830	/ 18.830	x	d03/01
DWZG	DWZ - GERMAN FIXIN...	18.830 / 18.830	/ 18.830	x	d03/01
BBT3	CBBT - FUTURES CLO...	18.64 / 22.33	78.149 / 68.056	x	03/01
MNCH	MUNICH EXCHANGE ...	18.215 / 21.000	79.521 / 71.387	x	d03/01



Zusammenfassend ist die **Börsennotierung eines festverzinslichen Instruments keine Garantie für eine kontinuierliche Liquidität** für Anleger. Der **außerbörsliche Charakter** des Marktes **verpflichtet „market maker“ nicht dazu, Preise zu stellen**, die über die Erzielung von Geld-/Brief-Preisspannen oder herbeigeführt durch gute Investorenbeziehungen hinausgehen. **Die Realität ist, dass der Markt in schwierigen Zeiten ziemlich illiquide sein kann und Anleger keinerlei Sicherheiten haben, ihren Anleihen jederzeit verkaufen zu können oder auch Anleihen zu günstigen Kursen erwerben können.**

2. Liquiditätsbereitstellung in ACMs Fondsstruktur

Das Angebot von **Alpstein Capital Management**, institutionellen Anlegern Zugang zu **„Additional Tier-1“-Instrumenten deutscher Sparkassen und Genossenschaftsbanken („Volksbanken“)** zu bieten, ist **einzigartig**. Es bietet eine Lösung an, die Folgendes verbindet: 1. eine **Schuldschein-Dokumentation** für neue Kapital-emissionen, 2. typischerweise **viel kleinere Emissionsgrößen** im Vergleich zu öffentlichen Anleihen, und 3. einen Ansatz zur **Milderung von Bedenken** hinsichtlich der Rückführungsliquidität.

ALPSTEIN

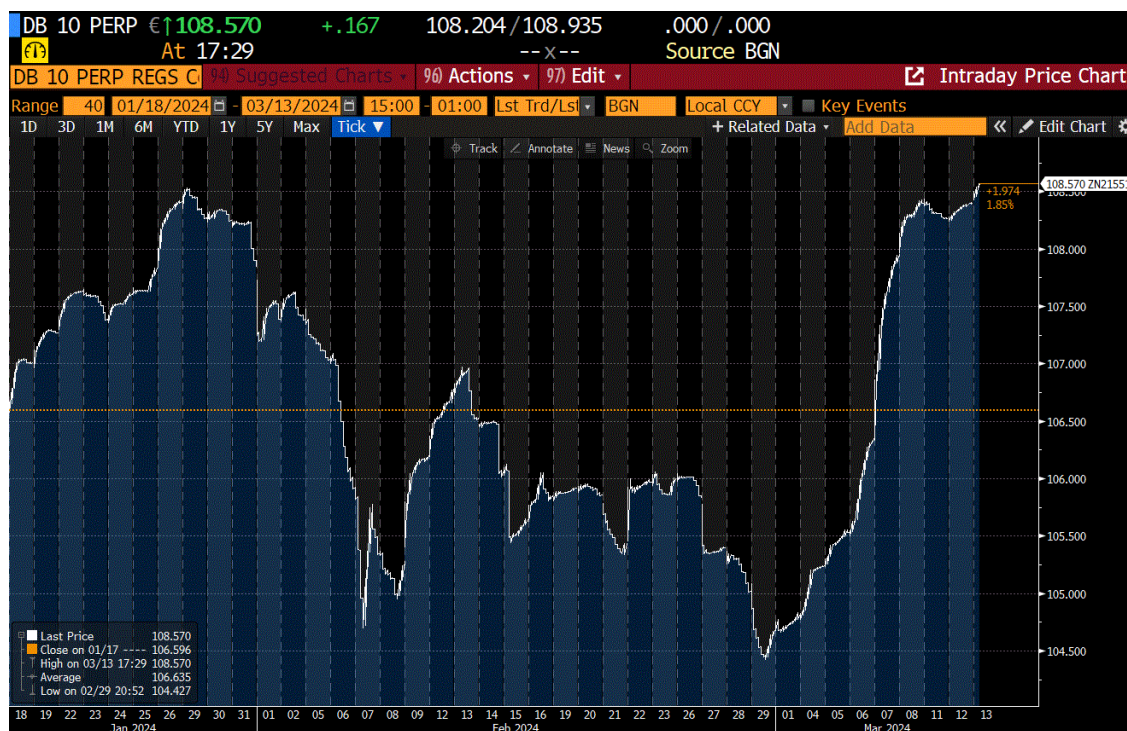
Der Fonds soll die Platzierung **zahlreicher AT1-Schuldscheinemissionen im Volumen von 10 bis 50 Mio. Euro** aufnehmen und so eine möglichst **breite Kreditstreuung für Anleger** erreichen. ACM ist es gelungen, verschiedene Sparkassen und Volksbanken zu adressieren, die bereit sind, insgesamt **zunächst ca. 100 Millionen Euro** zu emittieren.

Gekaufte Anteile werden **nicht in einem regulierten Markt gehandelt** und weisen daher keine wie von Brokern gestellten Preise auf. Ihr „**net asset value**“ wird laufend durch das **Berechnungsmodell von ACM** bestimmt, das eine Kombination ist aus: 1. eine angestrebte Markttrendite, wobei ein **modifiziertes Capital Asset Pricing Model** einen Risikoaufschlag über dem Referenzwert bestimmt, der auch auf dem **Preis-Buchwert-Verhältnis des Emittenten** basiert sowie der **Volatilität der Anlageklasse** indiziert durch ca. 80 europäische Regionalbanken, 2. ein **Kuponausfallrisiko** basierend auf den Ratings einzelner Emittenten, die in bestimmten Kredit- und Zinsstressszenarien angepasst werden, und 3. ein verhältnismäßiges **Liquiditätsrisiko**.

Um der **potenziellen vorzeitigen Rückzahlung des investierten Kapitals durch Anleger** Rechnung tragen zu können, hat sich ACM verpflichtet, bis zu 30 % des Fondsvolumens in die liquidesten EUR-denominierten AT1-Kapitalemissionen der größten europäischen Geschäftsbanken zu investieren. Unter **normalen Marktbedingungen** werden diese Anleihen **täglich und in erheblichen Volumina gehandelt**. Dieser Teil des Portfolios zusammen dient als **Puffer für solche Rücknahmeanträge** an den Fonds. Nachdem substantielle Anteilskäufe am Fonds grundsätzlich nur bei Vorliegen neuer Emissionen möglich sind, werden aufgelaufene Fondszeichnungen zuerst mit den Rückgaben verrechnet. Das schafft noch vorgängig einen Liquiditätspuffer für den Fonds.

Das soll nicht heißen, dass diese Anleihen gegen allgemeine **Marktstressszenarien** immun sind. Im Falle der Credit Suisse-bedingten Folgen im März letzten Jahres litt der gesamte Markt und war **einige Tage lang volatil und weniger liquide**. Allerdings stellen die genannten Anleihen das liquideste Segment der AT1-Instrumente dar, und Preise werden in der Regel von Banken und Brokern regelmäßig angeboten. Sehen Sie sich hierzu als Beispiel den Intraday-Chart der Deutsche Bank AT1-Anleihe für die letzten 30 Handelssitzungen an.





Über diesen Anteil von bis zu 30 % an liquiden Staatsanleihen hinaus ist es natürlich auch möglich, Schuldscheininstrumente an andere Käufer zu verkaufen/übertragen, allerdings handelt es sich in der Regel um einen langsameren Prozess zur Abwicklung von Transaktionen und ist nicht mit einem eher transaktionsorientierten Brokermarkt vergleichbar.

3. Zusammenfassung

Anleger können nicht vollständig vor den Kreditrisiken der AT1-Instrumente der Banken geschützt noch von Liquiditätsrisiken in Marktstressszenarien isoliert werden. **Die Fondsstruktur von ACM bietet jedoch nicht nur ein stark diversifiziertes Kreditrisikoangebot, sondern auch einen sinnvollen Ansatz zur Liquiditätsbereitstellung im Falle von Rücknahmeanträgen.**

ALPSTEIN

Alpstein Capital Management AG

Dr. Christof Grabher (Managing Partner)
Mail: christof.grabher@alpsteincapital.com

Roland Hinterkörner (Managing Partner)
Mail: roland.hinterkoerner@alpsteincapital.com

Bahnhofplatz 4
9430 St. Margrethen
Schweiz

Tel : +41 71 520 7588
Mail : info@alpsteincapital.com
www.alpsteincapital.com

