

Dank Österreich: Erkenntnisgewinn für institutionelle Anleiheinvestoren

Es war einmal eine Zeit, da galten Banken selbstverständlich als solvent und die öffentliche Hand, als Gläubiger und Garant, als vertrauenswürdig und verlässlich. Schulden wurden verzinst und getilgt, gemachte Zusagen ohne Rückgriff auf Hütchenspieler-Praktiken eingehalten – sogar in Austria. Dieses „es war einmal“ liegt mittlerweile mehr als ein Jahrzehnt und etliche schwarze Schwäne zurück. Beim Weg aus dieser guten alten Zeit verdanken institutionelle Anleiheinvestoren und Kreditanalysten den größten Erkenntnisgewinn neben Griechenland sicherlich Österreich.

Werthaltigkeit einer Ausfallbürgschaft erheblich geringer

Gerade die Hypo Alpe Adria Group International, nunmehr im Mäntelchen der Heta Asset Resolution (HAR) unterwegs, bietet erschreckend viel Anschauungsmaterial. Dabei geht es nicht um die Frage, ob die Republik Österreich, seit 2009 Alleinaktionär der Bank, mit ihrem Gebaren heutigen Ansprüchen eines „Fit & Proper“-Tests genügen würde. Interessanter ist vielmehr, dass in einem Land, das für sich politische Integrität, wirtschaftliche Solidität und gehobene rechtsstaatliche Standards in Anspruch nimmt, die Werthaltigkeit einer Ausfallbürgschaft einer nachgeordneten Gebietskörperschaft, des Bundeslandes Kärnten, erheblich geringer ist, als Investoren erwarten durften.

Dies gilt nicht nur, weil die derzeit noch ausstehenden Bürgschaften Kärntens von rund 11 Milliarden Euro für Verbindlichkeiten der HAR nur mit einer mangelhaften Zahlungswilligkeit und Zahlungsfähigkeit Kärntens einhergehen, sondern mehr noch, weil Republik Österreich wie Bundesland Kärnten deutlich gemacht haben, dass sie mit den dem österreichischen Justiz- und

Verwaltungswesen eigenen Möglichkeiten die rechtliche Gültigkeit der Bürgschaftsverpflichtungen bestreiten und die Verwertung der Bürgschaft zugunsten der Gläubiger erschweren und verschleppen würden. Gleichzeitig verwies der noch amtierende österreichische Justizminister vollkommen zu Recht, aber in einer für das Land und seine Profession völlig untypischen Klarheit und Eindeutigkeit, kategorisch darauf, dass verfassungsrechtlich wie –politisch weder das Land Anspruch auf Hilfe habe noch solch eine Pflicht seitens der Republik gegenüber den Ländern bestehe.

Wer in der Vergangenheit als Risikoverantwortlicher gegenüber Portfoliomanagern oder im Rahmen eines Ratingkomitees argumentiert hätte, ausschließlich eine angemessene eigenständige Kreditwürdigkeit sei für solche Schuldner relevant, wäre wohl belächelt worden. Vorstände österrei-

chischer Landeshypothekenbanken wie auch die Landeshauptleute – Ministerpräsidenten – der jeweiligen Bundesländer hätten auf solche Majestätsbeleidigung indigniert reagiert. Das Argument, Investoren, Analysten und die Ratingmechanik der Agenturen hätten nie auf die Ausfallhaftung des Landes Kärnten vertrauen dürfen, da dessen politische wie finanzielle Unzulänglichkeiten ja offensichtlich gewesen seien, ist insofern ein Kind des politischen Opportunismus und fiskalischer Not.

Beispiel Hypo Bank Burgenland

Unvergessen bleibt auch die Haltung der Republik Österreich 2012 im Verfahren um die Privatisierung der Hypo Bank Burgenland vor dem EuGH. Durch die Ausfallhaftung verbessere das Land die wirtschaftliche Stellung der Bank und in ihr spiegeln sich letztlich nur die Eigentümerinteressen des Landes wider. Der österreichische Oberste Gerichtshof habe entschieden, dass die Ausfallhaftung „als Eigenkapitalersatz“ diene und „somit ein Instrument der Eigenkapitalfinanzierung“ sei. Die Übernahme der Ausfallhaftung im Wege eines Gesetzes habe sich aus der Notwendigkeit einer hinreichenden Publizität der in Rede stehenden Verpflichtung ergeben. Auch im Jahre 2016 kann man sich der Schönheit dieser Argumentation kaum entziehen, führt sie doch direkt zurück in die „Es war einmal“-Vergangenheit.

Solche Mythengläubigkeit findet sich noch in erstaunlich vielen Bereichen als lieb-gewonnene Tradition oder antrainierter Reflex. So lassen sich die Fragen nach der Daseinsberechtigung und einer adäquaten intrinsischen Bonität für die meisten österreichischen Landeshypothekenbanken kaum positiv beantworten. Offen bleibt auch, ob Vorstände und Aufsichtsräte der österreichischen Banken, ihre Wirtschafts-

Guido Versondert, Senior Credit Advisor, Independent Credit View AG, Zürich

Die Entwicklungen der vergangenen Jahre rund um die frühere Hypo Alpe Adria und heutige Heta Asset Resolution passen aus Sicht des Autors gut zu einem gewandelten Gesamtbild von der Kreditwürdigkeit von Schuldnern. Er hält nicht nur die in Österreich wie auf EU-Ebene allgemein immer noch bestehende Bevorzugung staatlicher Schuldner bei den Eigenmittelunterlegungspflichten der Banken und Versicherungen analytisch wie empirisch für nicht länger vertretbar. Sondern er plädiert angesichts des Wandels im politischen Umfeld und den sich für Anleihegläubiger verschlechternden wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen generell dafür, die Eintrittswahrscheinlichkeit und Höhe erwarteter Verluste bei Anleihen neu zu bewerten. (Red.)

prüfer oder auch die Bankenaufsicht eine nüchterne, risikoadäquate Beurteilung der vielen „staatsnahen“ Schuldner in ihren Portefeuilles anstreben werden. Der nunmehr zwischen den Gläubigern, Kärnten und der Republik ausgehandelte Kompromiss verdeutlicht jedenfalls unmissverständlich, dass Gläubiger bei Engagements gegenüber österreichischen Gebietskörperschaften nominal und barwertig Verluste gewärtigen müssen – kaum das Charakteristikum einer „risikolosen“ und mündelsicheren Anlage.

Überraschen würde es, wenn eine integere Risikoklassifizierung und -bewertung nicht zu materiellen Ergebnisbelastungen und höheren Eigenmittelerfordernissen führte. Insbesondere die in Österreich wie auf EU-Ebene immer noch bestehende Bevorzugung staatlicher Schuldner bei den Eigenmittelunterlegungspflichten der Banken und Versicherungen ist analytisch wie empirisch nicht länger vertretbar. Dass aus österreichischer Sicht gleichwohl die aufsichtsrechtliche Risikogewichtung für Kärnten und seine Gemeinden mit null Prozent immer noch gebilligt wird, erstaunt insofern umso mehr – oder doch nicht?

Vertrauen in Überbleibsel anderer Zeiten

Das unwürdige Geschacher Kärntens und der Republik um die Befriedigung der Gläubiger hat jedenfalls mit dem Eingeständnis geendet, dass auf die Verfassungsrealität Österreichs kaum Verlass ist, sondern stattdessen bei Risikoanalyse und Anlageentscheidungen die eigenständige Kreditwürdigkeit jedes Schuldners – oder ihr Mangel – im Zentrum stehen muss.

Insofern verhilft der „Es war einmal“-Glaube wohl auch zu der Vorstellung, Anleger und Analysten würden schnell genug vergessen, der Anlagedruck sei hoch genug, sodass österreichische Banken und andere Schuldner am internationalen Kapitalmarkt ihr Stigma verlören, nicht länger Preis- und Mengenrestriktionen begegnen und der „Finanzplatz“ zu altem Glanz zurückkehre. Das Vertrauen auf Vergesslichkeit und Anlagenotstand ersetzt aber weder eine robuste Refinanzierungsstrategie, noch gewährleistet es ausreichende Liquidität oder intrinsische Bonität. Auch zerstörtes Vertrauen wird so nicht zurückgewonnen. Da im aktuellen Umfeld die Credit Spreads kaum hinreichend zwischen

guten und schlechten Schuldnern differenzieren, spricht vieles weiterhin gegen Engagements bei wirtschaftlich, rechtlich und politisch problematischen Emittenten.

Eintrittswahrscheinlichkeit und Höhe des erwarteten Verlustes hätte man in der Vergangenheit in gutem Glauben sehr niedrig eingeschätzt – nur um vom Wandel im politischen Umfeld und den sich für Anleihegläubiger verschlechternden wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen überrascht zu werden. Auch andernorts im deutschsprachigen Raum herrscht noch das Vertrauen in Überbleibsel anderer Zeiten vor. Damit ist nicht der Vertrauensschutz in die Gewährträgerhaftung gemeint, der für den weit überwiegenden Teil der Verbindlichkeiten der Landesbanken und Sparkassen in Deutschland zum 31. Dezember 2015 ausgelaufen ist.

Blick auf Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen

Der Blick fällt hier eher auf die mindestens 160 Milliarden Euro, die deutsche Banken an Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen ausstehen haben. Viele sicherheitsorientierte institutionelle Investoren halten solche Bestände, ohne sinnvollerweise nach der Kreditwürdigkeit der emittierenden Banken zu differenzieren und für erhöhte Bonitätsrisiken auch angemessen kompensiert zu werden.

Letztendlich vertrauen sie darauf, dass die freiwillige Einlagensicherung des Bundesverbandes deutscher Banken mit ihrem Einlagensicherungsfonds wenn nicht die Zahlungsfähigkeit des Schuldners, dann doch zumindest die Zahlung von Zins und Tilgung auf dessen Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen (im Unterschied zu Inhaberschuldverschreibungen) absichert. Die gesetzliche Einlagensicherung der EU und der Mitgliedsstaaten schließt institutionelle Investoren bewusst von ihrem Schutz aus. Aber auch die freiwilligen Einrichtungen auf nationaler Ebene gewährleisten weder ihren Mitgliedsbanken noch deren Gläubigern einen Rechtsanspruch auf finanzielle Unterstützung. Das ist nachvollziehbar, rechtfertigt aber nicht die entgegengesetzte Erwartung, dass faktisch sehr wohl solch ein Anspruch bestehe und auch künftig immer rechtzeitig und in hinreichender Höhe mit Unterstützung zu rechnen sei.

Dies gilt umso mehr, wenn man sich fragt, warum anscheinend allein die privatrechtlich verfassten deutschen Banken in Europa solch eine Einrichtung brauchen. Sollte man nicht stattdessen erwarten dürfen, dass – gerade auch als Lehre und Konsequenz der Krise der letzten Jahre – verantwortungsvolle Vorstände und Aufsichtsräte einerseits und kritische Wirtschaftsprüfer und Bankenaufseher andererseits, mit deutlich verschärftem Instrumentarium, in Zukunft problematische Einzelfälle wenn schon nicht vermeiden, dann doch zumindest frühzeitig genug erkennen und systemische Risiken begrenzen? Und sofern man sich diese Erwartung nicht zu eigen machen will: Warum sollten denn dann gut und mit Augenmaß geführte Banken Konkurrenten subventionieren, deren Geschäftsmodelle anfällig, deren Geschäftspraktiken mitunter fragwürdig und deren Ergebnisse und Kapital zu oft problematisch sind? Warum sollten sie in Zeiten tiefer Zinsen und hoher Kapitalerfordernisse einem überfälligen Strukturwandel entgegenstehen, der langfristig eine der Voraussetzungen für eine bessere Rentabilität ist? Welcher Nutzen ergibt sich für den Vorstand einer Bank, die jeden Euro braucht, um ihre Kapitallücke zu schließen und die enormen Belastungen aus früheren Geschäften zu verdauen?

Nostalgisches Vertrauen in den Einlagensicherungsfonds

Für die Aktionäre einer Bank, die zur zumindest temporären Rückgewinnung ihrer Dividendenfähigkeit in großem Stil auf die Auflösung von Risikovorsorgebeständen angewiesen ist, ist das übrigens keine Langfriststrategie, sondern wohl eher ein Warnsignal. Die Gläubiger einer Bank müssen damit rechnen, dass deren Kapital und Liquidität in sonnigere Gefilde entfleucht, wo es dringend benötigt wird. Investierte man die Gelder, die hier zusätzlich zu den verschiedenen nationalen und supranationalen Sicherungseinrichtungen für Kleinsparer aufzubringen sind, nicht besser in die Stärkung der eigenen Bonität? Und auch manch kleinere Bank muss sich fragen, ob sie zugunsten von Wettbewerbern latente Risiken und Zahlungsverpflichtungen eingehen sollte, die sie im eigenen Kreditgeschäft wohl tunlichst zu vermeiden suchen.

Auch aus Gläubigersicht setzt das nostalgische Vertrauen in den Einlagensiche-

rungsfonds wohl voraus, dass man die tatsächliche Faktenlage ausblendet und ersatzweise seine Hoffnung auch in Zukunft auf eine implizite Staatsgarantie setzt, allen erklärten Absichten der Politik zum Trotz. Es dürfte wohl zu den schmerzlichen Erinnerungen der privaten Banken gehören, dass sie und ihre Einlagensicherung bei dem notdürftigen Versuch, die Insolvenz der IKB Deutsche Industriebank zu vermeiden, auf das Wohlwollen und Verantwortungsbewusstsein der Genossenschaftsbanken und Sparkassen angewiesen waren. Seitdem hat man entschieden, die Deckungsgrenzen, also die maximale Summe an Forderungen eines einzigen Großanlegers bei einer Bank, die durch die Einlagensicherung abgedeckt sein soll, sukzessive zu senken. Gleichwohl besteht weiterhin ein krasses Missverhältnis zwischen den Auszahlungsversprechen und den verfügbaren Ressourcen.

Allein bei den deutschen Großbanken beträgt die Deckungsgrenze je Institut mehrere Milliarden Euro. Aber schon bei kleineren Banken sind die finanziellen Lasten erheblich. In den Fällen Lehman Brothers Bankhaus AG, mit einer Bilanz von 16,2 Milliarden Euro ein Zwerg der deutschen Bankenlandschaft, und Maple Bank GmbH muss man Auszahlungsverpflichtungen in Höhe von 30 Prozent bis 50 Prozent ihrer Bilanzsumme befürchten. Mangels Transparenz ist nur bekannt, dass die freiwillige Einlagensicherung während der Finanzkrise 2008 staatlicher Unterstützung bedurfte, um die Anleger des Lehman-Brothers-Bankhauses zu befriedigen.

In der Not Staatshilfe?

Und diesem in Europa einmalig hohen Zahlungsverprechen stehen nach Schätzungen allenfalls 5 bis 6 Milliarden Euro des Einlagensicherungsfonds entgegen, ergänzt um allfällige Nachschusspflichten. Die Schätzungen datieren von vor dem letzten Auszahlungsfall, in Höhe von 2,6 Milliarden Euro bei der Maple Bank im Februar 2016. Der Vergleich zu Hypo Alpe Adria Group International und Kärnten drängt sich offensichtlich auf. Investoren in Anleihen der Hypo Alpe Adria Gruppe 2008 waren weit weniger optimistisch, betrug die Summe der von Kärnten garantierten Verbindlichkeiten der Gruppe gegenüber Kunden und Investoren doch „nur“ fast das Zehnfache des Kärntner Haushaltes.

Investoren in Schuldscheindarlehen oder Namensschuldverschreibungen deutscher Banken können heute schon wissen, was Gläubiger der Hypo Alpe Adria Gruppe seinerzeit noch für einen allenfalls theoretisch denkbaren Unfall halten mochten. Die verfügbaren finanziellen Mittel der freiwilligen Einlagensicherung werden kaum ausreichen, um die Zahlungsverprechen bei einer Bank mittlerer Größe im Falle einer Insolvenz oder aber in der Restrukturierung zu erfüllen. Anleiheinvestoren sollten sich daher fragen:

1. Wie gut ist es um die Kreditwürdigkeit einer Bank bestellt, wenn diese ihre Refinanzierung wesentlich auf das Argument stützt, irgendjemand – „wir sind Mitglied im Einlagensicherungsfonds“ – werde bei Problemen schon für sie einspringen?

2. Ist solch eine „Refinanzierungsstrategie“ eines Schuldners langfristig nachhaltig, wenn es darum geht, wettbewerbsfähige Refinanzierungskosten und rechtzeitig ausreichende Volumina zu sichern?

3. Wird der deutsche Staat die freiwillige Einlagensicherung der privaten deutschen Banken auch künftig in der Not wieder mit Krediten oder Garantien versorgen?

Die letzte Frage ist umso dringlicher, da solche strukturerhaltenden Subventionen zulasten der Genossenschaftsbanken und Sparkassen und ihrer Kunden gehen und sich die Rahmenbedingungen für staatliche Unterstützung im Bankenbereich gravierend geändert haben. Zu Recht wird verlangt, dass die Verantwortung für den finanziellen Erfolg und das Haftungsrisiko primär von den Gesellschaftern einer Bank getragen wird. Subsidiär tragen aber auch Anleihegläubiger der Banken nun die Risiken mit, denn das seit Januar 2016 bei der Restrukturierung und Sanierung von Banken geltende „Bail-in“ von Verbindlichkeiten impliziert rechtlich wie wirtschaftlich eine deutlich schlechtere Stellung für „senior unsecured“ Emissionen.

Risikoeinschätzung anpassen

Die Abwicklungsbehörden können dieses Restrukturierungsinstrument benutzen, um eine Bank in Schwierigkeiten zu rekapitalisieren, indem sie Verbindlichkeiten der Bank in Eigenkapital umwandeln oder den Nominalwert einer Verbindlichkeit reduzieren. Die Qualität und Intensität solch

regulatorischer Eingriffe in Gläubigerpositionen lässt sich bisher kaum abschätzen, aber das österreichische Beispiel legt ohne Zweifel deutlich mehr Vorsicht und Zurückhaltung nahe. Ab Januar 2017 wird die Anwendbarkeit dieses Instrumentariums noch praktikabler und damit wahrscheinlicher, weil durch die Wirkung der neuen Absätze (V) bis (VII) des § 46f Kreditwesengesetz eine klare Gläubigerhierarchie bei einem „Bail-in“ geschaffen wurde. Investoren in Schuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen können dann vor anderen unbesicherten, nicht nachrangigen Gläubigern zu einer sanierungsbedingten Verlustbeteiligung herangezogen werden. Da damit bei gegebener Bonität für diese Emissionen die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes und dessen erwartete Höhe höher ausfallen werden, sollten Investoren ihre Risikoeinschätzung entsprechend anpassen und auch eine höhere Kompensation verlangen.

Seit der Bekanntgabe der neuen Insolvenzhierarchie im März letzten Jahres deuten die leicht höheren Risikoaufschläge von Kapitalmarktmissionen deutscher Banken das höhere „Bail-in“-Risiko zumindest an. Bei Schuldscheindarlehen und Namenspapieren, die vor allem im unzeitgemäß preis- und risikounsensiblen Heimatmarkt platziert werden, ist dies noch nicht der Fall. Weiterhin wird nur gering oder überhaupt nicht nach der Bonität des Emittenten differenziert. Mit dem gleichen nostalgischen Vertrauen, mit dem Investoren wie Analysten einst die Ausfallbürgschaften Kärntens betrachteten, widerspiegelt sich in diesen Anlageentscheidungen ein Zweckoptimismus, der allem politischen und regulatorischen Wandel zum Trotz unerschütterlich davon ausgeht, dass staatliche Unterstützung für die freiwillige Einlagensicherung und damit für institutionelle Großinvestoren auch in Zukunft eine Selbstverständlichkeit bleibt, die man tunlichst nicht infrage stellen sollte.

Oder doch? Zukünftige Entwicklungen haben schon zu oft überrascht und enttäuscht, als dass sie sich vorhersagen ließen. Aber mit Blick auf vergangene wie auf künftige Kreditunfälle mag schon viel erreicht sein, wenn man als Anleger zumindest absehbare Risiken ausschließen kann. Ein schlichtes „der Einlagenfonds hat aber bisher immer gezahlt“ dürfte dafür nicht genügen, denn „bisher“ ist nur ein anderes Wort für „es war einmal“.