

GASTBEITRAG

Banco Popular – Lehrstück für den Coco-Markt

Börsen-Zeitung, 13.7.2017
Es war das erste Mal, dass die neuen Regeln des europäischen Mechanismus zur Abwicklung von maroden Banken angewendet wurden: Am 7. Juni erklärte die Europäische Zentralbank (EZB) den Banco Popular für „nicht überlebensfähig“, und auf Anordnung des Single Resolution Boards (SRB) wurden das Aktienkapital und das zusätzliche Kernkapital in Form einer Additional-Tier-1-Anleihe (AT1 oder populärer Coco-Bonds) abgeschrieben. Das Ergänzungskapital aus AT2-Anleihen wur-

Verfügung stellen. Waren die beiden Fälle wirklich so ungleich, dass sie auch ungleich behandelt werden müssen?

Eine zweite Frage betrifft das auslösende Kriterium für die Abschreibung der Coco-Bonds beim Banco Popular. In den Prospekten für die beiden AT1-Bonds über 1,25 Mrd Euro war als Trigger definiert, dass die Kernkapitalquote nicht unter 7 bzw. 5,125% fallen durfte. Als die EZB den „Point of Non-Viability“ erklärte, lag die Kernkapitalquote noch bei 7,33%. Dennoch erlaubt

zum Februar 2016, als die Gerüchte um die Deutsche Bank deren AT1-Anleihe um die 30% schwanken ließen.

Markt zeigt sich gelassen

Woran liegt es, dass der Markt jetzt so gelassen reagiert? Sind die Marktteilnehmer zu vertrauensselig? Wir sehen drei Erklärungsmuster: Cocos werden typischerweise von stärkeren Banken begeben. Und wenn wirklich schwächere an den Markt kommen, müssen sie sehr hohe Kupons bieten, um den Investor für das Ausfallrisiko zu entschädigen. Da der Index von großen Banken und großen Emissionen geprägt ist, gab es keine Ansteckung des Gesamtmarktes durch das Ereignis Banco Popular. Aber auch die Cocos von Banco Sabadell, Allied Irish Banks oder Bank of Ireland haben sich ähnlich wie der Index entwickelt. Auch deren Investoren reagierten nicht panisch und ließen die Risikoprämien nicht deutlich ansteigen.

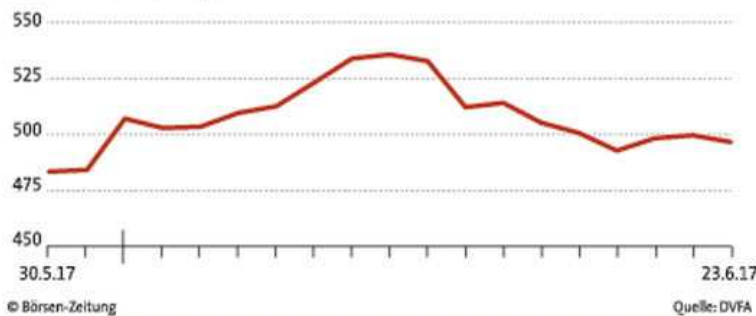
Die zweite Erklärung: Der Fall des Banco Popular wirkte wie ein „Proof of Concept“. Das europäische Abwicklungsregime hat erstmals bewiesen, dass es funktionieren kann, und die neu geschaffenen Instrumente haben genau das getan, wofür sie designt wurden. Weil die Schadenssumme auch relativ überschaubar war – es waren insgesamt Anleihen über 2 Mrd Euro betroffen – überwiegt der Zugewinn an Glaubwürdigkeit für das System.

Das dritte Argument, schließlich, ist das wohlbekannte: Das Verschwinden des Zinses treibt die Investoren in immer höhere Risiken.

Dennoch: Wir als Analysten und Investoren müssen aus dem Präzedenzfall Lehren ziehen. Zum einen müssen wir noch genauer prüfen – nicht nur welche Emittenten im Moment ausreichend kapitalisiert sind. Sondern auch welche nachhaltig genug aufgestellt sind, um auch zukünftige Herausforderungen wie etwa das Abschreiben von Problemkrediten meistern zu können. Denn der wichtigste Treiber für den Preis von Cocos sollte nun mal die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes sein. Mangels guter Praxis für die zukünftige Entwicklung des Eigenkapitals die aktuelle Lage einfach fortzuschreiben, kann – wie gesehen – in

Der Markt blieb vergleichsweise ruhig

Index Asset Swap Margin



de in neue Aktien gewandelt, die zu 1 Euro an Banco Santander gingen, was nahezu einer völligen Entwertung entsprach.

Damit hat das im Zuge der Finanzkrise geschaffene Instrument der Contingent Convertible Bonds (Cocos) aus Sicht der Aufsichtsbehörden und der Steuerzahler seine Feuertaufe bestanden: Erstmals wurde eine Bank ohne Einsatz von Steuergeldern nur auf Kosten seiner Eigentümer und Gläubiger abgewickelt.

Nicht berechenbarer

So weit die gute Nachricht. Die schlechte: Das Handeln der Bankenaufsicht – und damit auch der Markt für Pflichtwandelanleihen – ist damit nicht wirklich berechenbarer geworden. Denn kaum zwei Wochen später ordnete zwar die Europäische Zentralbank (EZB) auch für die beiden italienischen Häuser Veneto Banca und Banca Popolare di Vicenza Insolvenzverfahren an, da auch sie einem Zusammenbruch nahe seien. Doch in diesem Fall wird die italienische Regierung insgesamt 17 Mrd. Euro für deren Rettung zur

der seit 2016 geltende Single Resolution Mechanism (SRM) ein vorzeitiges Einschreiten der Aufsicht, ohne dass die zwischen Schuldner und Gläubiger vertraglich vereinbarten Trigger gegriffen hätten. Eine beim Kauf der Anleihe vorhersehbare politische Entscheidung?

Und die dritte Frage, schließlich, betrifft den – offensichtlich kleinen – Unterschied zwischen den Tier-1- und Tier-2-Anleihen. Obwohl letztere als „sicherer“ gelten und deshalb auch niedrigere Renditen aufweisen, wurden auch sie vollständig zur Deckung der Verluste des Banco Popular herangezogen. Eine eklatante Fehleinschätzung der Marktteilnehmer?

Eigentlich hätte man bei so vielen Ungereimtheiten davon ausgehen müssen, dass der Markt heftige Reaktionen zeigen würde. Das Gegenteil ist der Fall. Die Spreads des Asset-Swaps von Cocos sind im Vorfeld der Banco-Popular-Abwicklung zwar etwas angestiegen, danach noch einige wenige Punkte mehr. Aber schon bald sind sie wieder unter das Niveau kurz vor der Abwicklung gesunken. Welch ein Kontrast

die Irre führen. Diese Erkenntnis wird sich in einer stärkeren Ausdifferenzierung der Risikoprämien niederschlagen.

Zum anderen zeigt die Tatsache, dass noch am Tag vor dem Einschreiten der europäischen Behörden die Cocos des Banco Popular bei 50 % notierten, dass der Markt sich schwertut, politische Entscheidungen einzupreisen. Doppelte Stan-

dards – Monte dei Paschi, Banca Popolare di Vicenza und Veneto Banca hier, Banco Popular dort – machen die Frage, ob abgewickelt oder gerettet wird, zum politischen Roulette. Das Zusammenspiel zwischen objektiven und diskretionären Auslösern ist noch nicht erforscht. Das Risiko von Investments in hybride Produkte ist durch den Präzedenzfall BP generell gestiegen, weil wir gesehen ha-

ben, dass der Regulator den „Point of Non-Viability“ früher erklären kann, als starre Eigenkapitalquoten ihn vermuten ließen. Hier brauchen wir noch mehr Transparenz und Methoden, wie wir verschiedene Szenarien in Preise übersetzen.

.....
Ralf Frank, Generalsekretär DVFA