Aufschlussreiche Lektüre

Nicolas Schmidlin und Marc Profitlich studieren Emissionsprospekte mit Akribie. Dabei fördern Sie manchmal Erstaunliches und leider auch Beängstigendes zutage.

Prospektlesen als Performancequelle? Das schien früher nicht nötig. Doch die Zeiten für Gläubiger werden zunehmend härter. Schuldner suchen nach mehr und auch weniger sauberen rechtlichen Möglichkeiten, sich ihrer drückenden Verpflichtungen zu entledigen oder diese zumindest zu reduzieren. Denn die Zeiten, in denen es möglich war, die Staatsschuldenquote innerhalb eines Jahrzehnts zu halbieren, sind vorbei. Nach dem Zweiten Weltkrieg war das in den USA und in Großbritannien noch möglich gewesen, ein hohes nominales Wirtschaftswachstum bei niedrigen Zinsen lieferte die nötigen Zutaten, die heute fehlen. Zwar gelingt es, mithilfe der EZB und Draghis QE-Maßnahmen, das Zinsniveau in ungeahnte Tiefen zu schicken, aber die andere Seite der Gleichung will partout nicht anspringen: Weder das reale Wirtschaftswachstum scheint in Euroland – und im Übrigen auch in Japan – wirklich an Fahrt zu gewinnen, noch gelingt eine Beschleunigung der Inflation. Das Geld versickert in der Bankenwelt, die, durch Regulierungen wie Basel III bedrängt, mit allem anderen als der Kreditvergabe beschäftigt ist. Das Deleveraging entfaltet eine solche Kraft, dass Draghis Gegenmaßnahmen diesen Prozess mit Mühe im Griff halten, aber keine Expansion der Realwirtschaft in Gang setzen können.

In der Wahl ihrer Mittel sind die verschuldeten Staaten weniger zimperlich geworden, der alte Rechtsgrundsatz „pacta sunt servanda" scheint aus der Mode zu kommen. In diesen härteren Zeiten stehen größere Haircuts auf der Tagesordnung und scheinen so etwas wie die neue Normalität bei Umschuldungen *(siehe Grafik „Größere Haircuts als New Normal")* darzustellen. Manche Emittenten oder Garanten schrecken auch vor offenem Rechtsbruch nicht mehr zurück, was dem Investor zu denken geben sollte *(siehe Kasten „Der Fall Hypo Alpe Adria").*

Youngsters auf der Überholspur

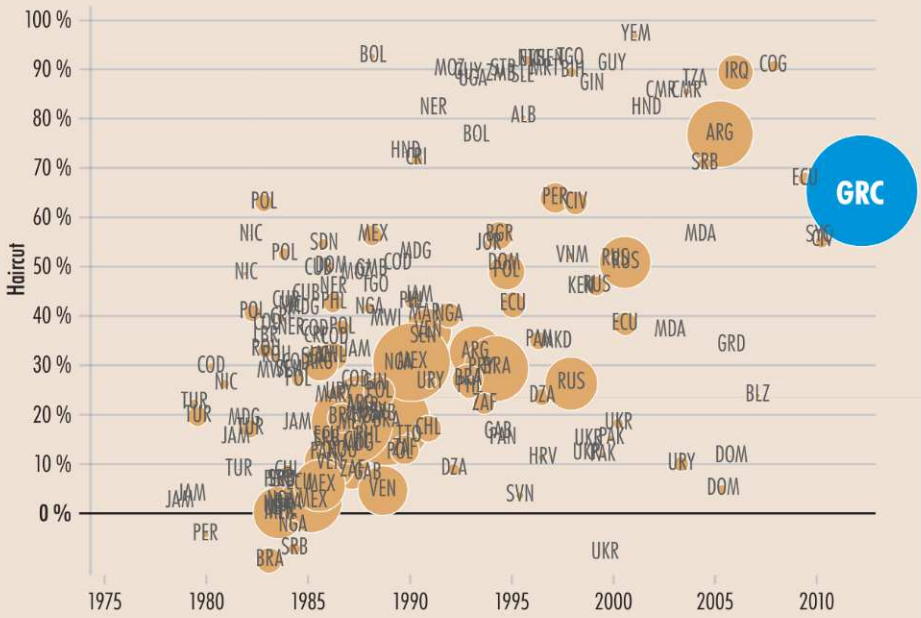
Nicolas Schmidlin und Marc Profitlich, beide noch keine 30 Jahre alt, beobachten die Szenerie genau und wollen aus Fehlpreisungen und Informationsdefiziten nicht ausreichend gut informierter Marktteilnehmer Kapital für ihren nun bereits mehr als ein Jahr alten flexiblen Mischfonds, den ProfitlichSchmidlin Fonds UI, schlagen. Die beiden haben ihre Investmentboutique ProfitlichSchmidlin AG 2013 gegründet, die als Subadvisor des Fonds agiert. Zuvor hatten sie ihre Strategie bereits im Rahmen des Investmentclubs „Long-Term Investments Profitlich & Schmidlin GbR" von 2009 bis 2013 verfolgt. Während dieser Zeit waren Profitlich und Schmidlin beratend tätig und veröffentlichten Bücher zum Thema Unternehmensbewertung und Sondersituationen bei Anleihen.

Sondersituationen gesucht

Neben einem Bottom-up-Value-Ansatz bei Aktien, der auch Sondersituationen im Zuge von Kapitalmarkttransaktionen (Kapitalerhöhungen, Spin-offs etc.) im Auge hat, stehen bei Anleihenengagements Sondersituationen bei Hybridanleihen von Finanzinstituten, Unternehmensanleihen und der Restrukturierung von Staatsanleihen im Zentrum der Überlegungen. Bei Corporate Bonds können dies Prospektbesonderheiten in Form spezieller Besicherungen sein, bei

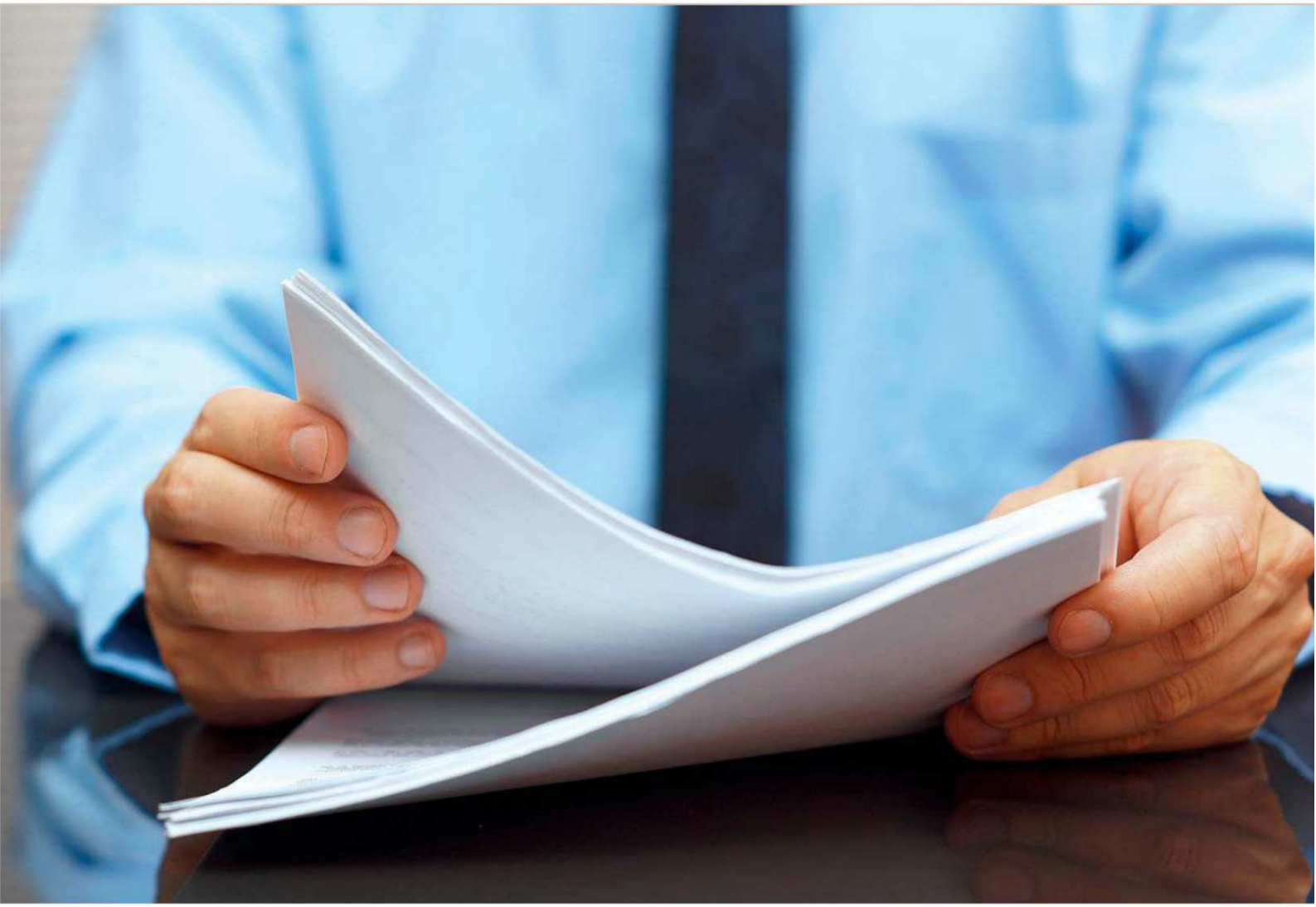
Größere Haircuts als New Normal

Umschuldungen der jüngeren Zeit kosten Gläubiger mehr als früher.



Während die Gläubiger in den 80er- und 90er-Jahren oft noch glimpflich davonkamen, fallen die Schuldenschnitte in den letzten Jahren (Griechenland, Argentinien) zunehmend heftiger aus. **Quelle:** Cruces and Trebesch (2011)

FOTO: © BACHO12345 | DREAMSTIME.COM



Ellenlange Prospekte genau zu analysieren bringt einen Informations- und damit einen Renditevorsprung. Kenner wissen, wo die wenigen wirklich wichtigen Knackpunkte in Hunderte Seiten starken Prospekten tatsächlich zu finden sind.

Finanzhybriden eröffnet das bevorstehende Inkrafttreten von Basel III und Solvency II attraktive Chancen. Die Anforderungen an Qualität und Höhe des regulatorischen Eigenkapitals von Finanzinstituten steigen, dies erfordert die Umstrukturierung des Fremdkapitals der Institute. Ziel ist es, jene Wertpapiere zu identifizieren, die besonders von derartigen rechtlichen und regulatorischen Besonderheiten profitieren können. Die regulatorischen Änderungen können für den Emittenten einen Anreiz darstellen, Anleihen vorzeitig zu kündigen oder zurückzukaufen. Prospekte lesen ist im Anleihensegment daher eine conditio sine qua non.

Lawbitrage

Vielen wird noch erinnerlich sein, wie im Falle Griechenlands die Emissionsbedingungen nach griechischem Recht rückwirkend geändert und Collective Action Clauses (CACs) eingefügt wurden. Diese spezielle Form einer Umschuldungsklausel machte es möglich, mit der erforderlichen Mehrheit in entsprechenden Gläubigerversammlungen Restrukturierungsmaßnahmen zu beschließen, die für die Minderheit der nicht anwesenden oder dagegen votierenden Gläubiger ebenfalls rechtsverbindlich sind. CACs als Spezialfall der Umschuldungsklauseln sind in Euroland im Übrigen seit 1. 1. 2013 bei Neuemissionen von Euro-Staatsanleihen Pflicht. Ein Schelm, der Schlechtes dabei denkt. Jedenfalls brachte man im Falle Griechenlands die Gläubiger dazu, freiwillig für einen Schuldenschnitt zu votieren. Damit war das Holdout-Problem bei Anleihen nach griechischem Recht gelöst.

Schmidlin, einer der beiden namensgebenden Gründer und Vorstände der ProfitlichSchmidlin AG, die als Subadvisor des ProfitlichSchmidlin Fonds UI agiert und dabei in diesem Mischfonds auch Sondersituationen am Anleihensektor sucht, erläutert: „93 Prozent der griechischen Staatsanleihen sind nach griechischem Recht begeben worden. Dadurch konnte die griechische Regierung theoretisch ohne Zustimmung der Anleihengläubiger eine Restrukturierung durchführen. Sieben Prozent der Anleihen sind allerdings nach englischem, italienischem, japanischem und Schweizer Recht begeben worden, hier gab es keine Möglichkeit der Gesetzesänderung." Denn deren Anleihenbedingungen sahen vor, dass je nach Ausgestaltung der CACs 75 Prozent, zwei Drittel oder sogar alle Gläubiger einer Restrukturierung zuzustimmen hätten.

Holdouts zeigen Zähne

Findige Investoren mit Hedgefonds an der Spitze haben dann im Vorfeld der Schuldenrestrukturierung Material jener Emissionen zusammengekauft, bei welchen eine Gläubigerversammlung aufgrund der Collective Action Clauses die Restrukturierung

hätte beschließen müssen. Bei kleineren Emissionen genügten häufig wenige Millionen Euro, um dem griechischen Staat einen Strich durch die Rechnung zu machen. Marc Profitlich rechnet vor: „Gesetzt den Fall, dass eine 100-Millionen-Emission, die bei einem Kurs von 30 Prozent des Nennwertes steht, ein Quorum von 50 Prozent Anwesenheit bei der Gläubigerversammlung erreicht, braucht es für eine qualifizierte Minderheit von 25 Prozent, um nachteilige Beschlüsse zu verhindern und damit die Restrukturierungsbestrebungen aufzuhalten, gerade einmal 3,8 Millionen Euro.“ Viele dieser Versammlungen, die der Schuldner Griechenland bezüglich dieser griechischen Anleihen nach ausländischem Recht einberufen hatte, verliefen nicht im Sinne Griechenlands, da entweder das nötige Anwesenheitsquorum für Beschlüsse nicht erreicht wurde oder eine qualifizierte Minderheit der Anwesenden diese Verschlechterung der Bedingungen verhindern konnte.

> »Staatsanleihen sind bei Weitem nicht so homogen, wie es der Handel glauben macht.«
>
> **Marc Profitlich,** Vorstand und Mitgründer der ProfitlichSchmidlin AG, Köln

Bei den nicht nach griechischem Recht begebenen Anleihen mit CACs genügte es also oftmals, nur einen höheren einstelligen Prozentsatz zusammenzukaufen, um die Restrukturierung aufhalten zu können. Dazu kam, so Marc Profitlich, dass angesichts des kleinen Volumens dieser griechischen Anleihen nach ausländischem Recht die Ausfallswahrscheinlichkeit als vernachlässigbar zu betrachten war, zumal ja ein klassischer Default im Euroraum allein schon wegen der damals grassierenden Ansteckungsgefahr auf andere Länder der Euro-Südflanke ausgeschlossen schien.

Wie haben sich Schmidlin und Profitlich nun in ihrem mittlerweile schon 75 Millionen Euro schweren ProfitlichSchmidlin Fonds UI bezüglich Griechenland positioniert? Nicolas Schmidlin: „Aktuell halten wir selektive Positionen in kurzlaufenden griechischen Anleihen nach ausländischem Recht, die schon bereits den letzten Schuldenschnitt 2012 überstanden haben, sowie staatsgarantierte Anleihen nach englischem Recht, die aus unserer Sicht ebenfalls schwer zu restrukturieren sind.“ Die staatsgarantierten Anleihen wurden von der Hellenic Railways und der Athener Metro begeben – beide Titel weisen eine Garantie nach englischem Recht auf, die somit nicht unilateral vom Garantiegeber für nichtig erklärt werden kann. In beiden Fällen kam es dank Gläubigerwiderstand zu keiner Restrukturierung *(siehe Tabelle „Griechische Corporate Bonds mit Staatsgarantie“)* während der Umschuldung 2012. Blogger Rolf Koch hatte die Ergebnisse der Gläubigerversammlungen der staatlich garantierten Auslandsanleihen griechischer Unternehmen wie Hellenic Railways und Athens Urban Transport Organisation vom 27. 3. 2012 zusammengefasst und im Juli 2012 veröffentlicht (http://rolfsgriechenlandblog.blogspot.co.at/2012/07/bondholdermeetings-ergebnisse-bei.html).

Prospektevolution

Wer glaubt, dass nur die Emissionsbedingungen griechischer Anleihen mit der nötigen Akribie zu studieren sind, irrt gewaltig. Generell sei bei den führenden Anwaltskanzleien im angelsächsischen Raum, die

Griechische Corporate Bonds mit Staatsgarantie

Gläubiger konnten zumeist die Restrukturierung bei diesen Auslandsanleihen verhindern.

ISIN der Unternehmensanleihe	Datum der Gläubigerversammlung	Emissions-volumen	Resultat der Versammlung	Recht
FR0000489676 Hellenic Railway 12	27. März 2012	200 Mio. Euro	Restrukturierung abgelehnt	engl.
XS0208636091 Hellenic Railway 12	27. März 2012	250 Mio. Euro	mangels Quorum nicht beschlussfähig	engl.
XS0165688648 Hellenic Railway 13	27. März 2012	430 Mio. Euro	Restrukturierung abgelehnt	engl.
XS0142390904 Hellenic Railway 14	27. März 2012	197 Mio. Euro	Restrukturierung abgelehnt	engl.
FR0010027557 Hellenic Railway 15	27. März 2012	200 Mio. Euro	Restrukturierung abgelehnt	engl.
XS0193324380 Hellenic Railway 16	27. März 2012	250 Mio. Euro	mangels Quorum nicht beschlussfähig	engl.
XS0215169706 Hellenic Railway 17	27. März 2012	450 Mio. Euro	mangels Quorum nicht beschlussfähig	engl.
XS0160208772 Hellenic Railway 17	27. März 2012	165 Mio. Euro	mangels Quorum nicht beschlussfähig	engl.
XS0280601658 Hellenic Railway 17	27. März 2012	255 Mio. Euro	Restrukturierung angenommen	engl.
XS0354223827 Athens Urban Tr 13	27. März 2012	240 Mio. Euro	Restrukturierung abgelehnt	engl.
XS0198741687 Athens Urban Tr 14	27. März 2012	140 Mio. Euro	mangels Quorum nicht beschlussfähig	n.av.
XS0308854149 Athens Urban Tr 17	27. März 2012	200,94 Mio. Euro	Restrukturierung angenommen	engl.
XS0198741687 Athens Urban Tr 14	27. März 2012	160 Mio. Euro	mangels Quorum nicht beschlussfähig	n.av.

Die griechische Regierung gab die Ergebnisse der Gläubigerversammlung bereits am 28. 3. 2012 bekannt. Nur in zwei Fällen war es gelungen, analog zu den nach griechischem Recht begebenen Anleihen die Emissionsbedingungen zu ändern und damit einen Haircut zu erzwingen. Einige der Anleihen wurden mittlerweile erfolgreich getilgt. **Quelle:** Rolfs Blog

FOTO: © PROFITLICHSCHMIDLIN

sich mit der Restrukturierung von Staatsschulden beschäftigen und dafür von Emittentenseite fürstlich honoriert werden, der Trend zu beobachten, dass Klauseln zum Nachteil der Gläubiger angepasst werden, so Nicolas Schmidlin und Marc Profitlich. Die führenden Kanzleien auf diesem Gebiet sind immer wieder für Innovationen gut – wie im Falle Zyperns.

Negativ Pledge Clauses

Die Negativverpflichtung – meist ein obligatorischer Prospektbestandteil – ist die in unbesicherten Anleihen beinhaltete Zusage des Schuldners, künftigen Gläubigern keine Sicherheiten zur Verfügung zu stellen welche den von der Erklärung begünstigten Altgläubigern nicht ebenfalls zugute kommen. Damit soll eine nachträgliche Schlechterstellung verhindert werden. Tatsächlich liest sich diese Negativverpflichtung für Anleihen, die vor der Finanzkrise begeben wurden, anders als in den danach emittierten Anleihenbedingungen. Statt des klassischen Texts, der den Altgläubigern Sicherheit geben soll, wurde hier eine Einschränkung dergestalt formuliert, dass von der Regelung ausgenommene Sicherheiten bis maximal 20 Prozent der Vermögenswerte der Republik Zypern gestattet sind. Schmidlin ist sich nach Rücksprache mit Anwälten sicher, dass aufgrund der ungenauen Formulierung im Prospekt dies dem Land die Möglichkeit gibt, bis zu 100 Prozent seiner Vermögenswerte künftigen Gläubigern als Garantie anzubieten.

Imageschaden ohne Nutzen

Aber warum kam man überhaupt auf die glorreiche Idee, diesen nicht genügend konkretisierten Zusatz zur Negativklausel in die Bedingungen hineinzuschreiben? Profitlich und Schmidlin haben auch darauf eine Antwort: „Zu der Zeit, als das Schuldenproblem Zyperns immer drückender wurde, glaubte der Staat, auf gigantischen Erdgasvorkommen vor der Küste zu sitzen, die man bald ausbeuten könnte. Durch die Veränderung der Klausel erhielt das Land einen deutlichen Vorteil, sollte eine Restrukturierung der Staatsschulden nochmals relevant werden. Denn die modifizierte Negativverpflichtung erlaubt dem Land beispielsweise eine Streckung seiner Laufzeiten zu unternehmen und dabei teilnehmenden Gläubigern die Sicherheiten wie Einnahmen aus Gaslizenzen als Anreiz für die Laufzeitverlängerung anzubieten.“ Da kein Investor ohne diese Sicherheiten zurückbleiben möchte, könnte so sehr elegant eine freiwillige Restrukturierung gegen den eigentlichen Willen der Gläubiger unternommen werden.

Italienische Spitzfindigkeiten

Wer glaubt, dass bei europäischen Staatsanleihen nur die klamme Peripherie im Südosten von Europa betroffen wäre, irrt. Auch ein Kernland wartet mit Finessen bei Anleihenemissionen auf, die bis dato am Rentenhandel komplett vorbeigegangen sind und auch von Investoren bisher nicht thematisiert wurden.

Dass die „Italien AG“ per se ein spezielles Risiko aufgrund der Überkreuz-Beteiligungen zwischen den führenden Finanzkonzernen UBI, INTESA, Unicredit, Mediobanca und Generali sowie ihren Großaktionären und Beteiligungsgesellschaften auf der einen und dem italienischen Staat auf der anderen Seite darstellt, ist hinreichend bekannt und bereitet der EZB sicherlich Kopfschmerzen. Schließlich sind italienische Staatsanleihen in den Bank- und Versicherungsportfolios stark vertreten. Seit der Krise ist der Bestand an Staatsanleihen als Anteil der Bilanzsumme der italienischen

> »Italien verfügt wie kein anderer Staat in Europa über Instrumente zur Schuldenrestrukturierung.«
>
> **Nicolas Schmidlin,** Mitgründer der ProfitlichSchmidlin AG, Köln

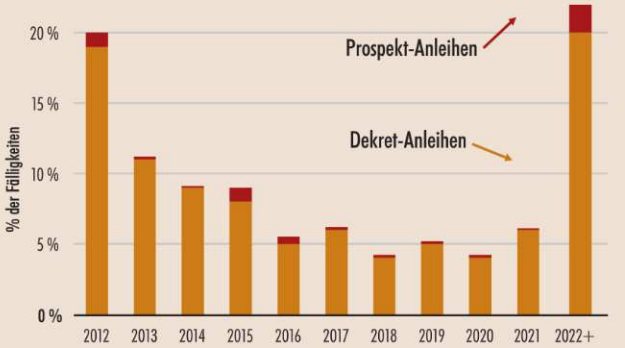
Unheiliger Gleichschritt

Auf Gedeih und Verderb miteinander verbunden: Italien und seine Banken

Italienische Banken haben noch mehr Staatsanleihen in den Büchern als vor der Krise. Auch der Anteil von Bankanleihen ist trotz eines Rückgangs seit 2012 noch immer auf stattlichem Niveau. Die europaweit angestrebte Entflechtung von Bank- und Staatsrisiken ist hier auch nicht ansatzweise realisiert. **Quelle:** bruegel.org

Dekretanleihen dominieren

Fälligkeitsprofil von Dekret- und Prospektanleihen



Italien: Als Investor in Dekretanleihen ist man leichter einer Restrukturierung ausgeliefert, zumal es einen Instanzenzug nur durch italienische Gerichte gibt. **Quelle:** ProfitlichSchmidlin

FOTO: © PROFITLICHSCHMIDLIN

Der Fall Hypo Alpe Adria

Aus dem Lehrbuch: „Wie man gekonnt und ohne Zwang Reputation verspielt."

Das Gezetere und Gezerre in Österreich um die Hypo Alpe Adria respektive ihre Abwicklungsgesellschaft Heta Asset Resolutions ist in vollem Gange. Die hohe Politik überlegt nun spät, aber doch, ob es Sinn machen könnte, die Abwicklungsgesellschaft noch in Konkurs zu schicken. Nicolas Schmidlin nimmt zur Vorgangsweise der österreichischen Politik kein Blatt vor den Mund: „Der Finanzplatz Österreich erscheint aktuell zu Recht in einem schlechten Licht", meint er. Während die Rekapitalisierungsprobleme der Banken in anderen Ländern der Eurozone – man denke nur an das große irische Problem – ohne viel Aufhebens über die Bühne gingen, verstricke sich Österreich immer weiter in Schwierigkeiten, obwohl man sich den korrekten Umgang mit den Gläubigern leisten könne. Große Kollateralschäden werden durch das unkoordinierte Vorgehen wissentlich in Kauf genommen.

Der steile Kursverfall der Anleihe der Kategorie Senior Unsecured mit Haftung des Bundeslandes Kärnten mit der ISIN CH0028623145 dokumentiert, wie nachteilig sich die nicht abreißenden Diskussionen über eine mögliche Insolvenz und die Ungültigerklärung von Landeshaftungen 2014 bei Nachranganleihen der Hypo Alpe Adria auswirkt. **Quelle:** Bloomberg

Enteignung durch Sondergesetz

Nachranggläubiger der Hypo Alpe Adria, deren Anleihen mit einem Volumen von 890 Millionen Euro über eine Haftung des Bundeslandes Kärnten verfügten, wurden durch ein 2014 beschlossenes Sondergesetz (HaaSanG) enteignet – ein in Kontinentaleuropa einmaliges Vorgehen. Das mittlerweile vielfach durch Anrufung des Verfassungsgerichtshofes herausgeforderte Gesetz, das wohl eine verfassungswidrige Enteignung darstellt, erklärte die Landeshaftungen einfach für erloschen. Immerhin konnte man sich in der Presseaussendung des Bundesministeriums für Finanzen (BMF) vom 11. 6. 2014 zur Erklärung durchringen, dass sich für die Gläubiger von Senior-Anleihen mit Haftung des Landes Kärnten nichts ändere, also die Landeshaftungen aufrecht bleiben. Doch kann man diesen Versprechungen noch trauen? Der Markt scheint es jedenfalls nicht zu tun, wie man an der Kursentwicklung der 600 Millionen Schweizer Franken schweren 2,75% Heta-Anleihe, die am 12. 8. 2015 fällig wird und ein halbes Jahr vor Fälligkeit bei Kursen um 70 Prozent des Nennwertes gehandelt wird (siehe Chart „Vertrauensverlust"), ersehen kann.

Vertrauensverlust

Zu den Kollateralschäden gehört auch, dass sich diese Anleihen in vielen Versicherungs- und Bankenportfolios befanden, sodass diese rechtlich höchst zweifelhafte Volte des Gesetzgebers Aktionäre und Kunden etwa in ihren Lebensversicherungsansprüchen schmälert. Institutionelle Gläubiger aus Deutschland und Österreich sind jedenfalls keineswegs gewillt, diesen in der österreichischen Rechtsgeschichte einmaligen Rechtsbruch auf sich beruhen zu lassen. Auch das Gutachten eines Salzburger Professors, das die Landesgarantien für rechtswidrig hält, weil die EU-Kommission 2003 deswegen ein Verfahren wegen illegaler Beihilfen eingeleitet hatte, scheint leicht zu entkräften zu sein. Schmidlin: „Tatsächlich gilt ➜

Banken deutlich gestiegen, dafür hat allerdings das Volumen der italienischen Bankanleihen in den letzten beiden Jahren in den Bankbüchern der Halbinsel abgenommen *(siehe Grafik „Unheiliger Gleichschritt").*

Dekret mit Hautgout

Für institutionelle Investoren nicht minder wichtig ist die Tatsache, dass italienische Government Bonds auf zweierlei Art begeben werden, einmal als sogenannte Dekretanleihen, zum anderen als Prospektanleihen. Der allergrößte Teil der Emissionen ist den Dekretanleihen zuzurechnen *(siehe Grafik „Dekretanleihen dominieren"),* fußend auf dem präsidentiellen Dekret No. 398 vom 30. 12. 2003, das im italienischen Amtsblatt am 9. 3. 2004 veröffentlicht wurde und eine Ermächtigung für das Finanzministerium vorsieht. Der Clou dabei ist, dass das Treasury einseitig Restrukturierungen der begebenen Anleihen vorsehen kann, die sowohl in vorzeitigen Rückzahlungen als auch Laufzeitenverlängerungen münden können, und diese damit legalisiert. Findige Gläubiger, die da meinen, sie könnten einen solchen bis dato noch hypothetischen Fall der Laufzeitenverlängerung vor einem Gericht außerhalb Italiens anfechten, können solche Ideen gleich fallen lassen. Denn im gleichen Dekret heißt es wenig später, dass in Angelegenheiten öffentlicher Schulden als Untergericht das regionale Verwaltungsgericht mit einer Berufungsmöglichkeit an den Staatsrat fungiert. Damit sind innerita-lienische Entscheidungen international nicht gerichtlich angreifbar, der Investor ist der italienischen Justiz ausgeliefert.

Rein akademisch?

Da hier noch nichts schlagend geworden ist, könnte man sich fragen, ob Schmidlin und Profitlich vielleicht nur die Flöhe husten hören. Tatsächlich sind feine Antennen im Paragrafendschungel unabdingbar, zumal klamme Staaten tendenziell nach jeder Chance suchen, Gläubigerrechte zu schmälern. Schließlich gab es im Falle Griechenlands einen Entwurf des auf Umschuldun-

➜ eine Grandfathering-Regelung, die es noch für weitere vier Jahre und damit bis 2007 gestattete, Anleihen mit Landesgarantien und einer Laufzeit bis maximal 2017 zu emittieren." Das Aushebeln der Landesgarantien für die HAA-Nachränge sei ein einmaliger Enteignungsvorgang gewesen.

Auch das Vorziehen der Bail-in-Gesetzgebung in Österreich auf den 1. 1. 2015, die darauf hinausläuft, dass auch Senior-Gläubiger unter bestimmten Voraussetzungen zur Haftung von Bankverlusten herangezogen werden können, greift hier nun zwar, ändert aber nichts an der bestehenden Landeshaftung Kärntens. Diese wird aber wohl erst schlagend, wenn das Vermögen der Heta liquidiert wurde.

Trotz der letztendlich wohl komfortablen Rechtsposition haben es deutsche Gläubiger nicht leicht mit der Durchsetzung ihrer rechtlichen Ansprüche. Nicolas Schmidlin dazu: „Viele der Anleihen wurden nach deutschem Recht begeben, eine Klage vor einem deutschen Gericht hätte wohl eine hohe Erfolgschance. Wer aber in Deutschland klagt, verliert sein Klagerecht in Österreich und kann dann in Österreich keine Verfassungsklage gegen die Enteignung einbringen." Die Problematik betrifft aber auch und besonders konservative Anleger: Anleihen mit Landesgarantien gelten als mündelsicher. Somit kämen Treuhänder, die Mündelgelder in diesem Bereich angelegt hätten, in allergrößte Schwierigkeiten. Ob sich die handelnden Organe der Republik der Konsequenzen eines solchen Rechtsbruchs wirklich bewusst waren, bleibt dahingestellt. Die juristische Aufarbeitung wird jedenfalls noch geraume Zeit dauern, der Vertrauensverlust und der Imageschaden wachsen dadurch weiter …

Erloschene Garantien

In Österreich scheine aktuell das Zusammenspiel zwischen Politik, Finanzmarktaufsicht (FMA) und Nationalbank nicht reibungslos zu funktionieren. Während Schmidlin bei seinem Treffen mit OeNB und FMA den Eindruck hatte, dass diese die öffentliche Diskussion in der Politik um Heta nicht goutierten und eine diskrete, geräuschlose Abwicklung der Altlasten im rechtssicheren Raum vorzögen, scheint hier ein politischer Prozess im Gange zu sein, der sich einer nüchternen Betrachtung entzieht und stattdessen eine eigene Dynamik aufweist.

„Dies wirft ein schlechtes Licht auf den Finanzplatz Österreich, da nahezu alle anderen europäischen Staaten für eine geräuschlose Abwicklung ihrer Bad Banks sorgten", konstatiert Schmidlin. „Tatsächlich herrscht unter Hybridkapitalinvestoren aller österreichischen Banken große Verunsicherung, während beispielsweise das angeschlagene Portugal den Skandal um die Banco-Espirito-Santo-Gruppe relativ geräuschlos durch Trennung der Bank in eine Good und eine Bad Bank gelöst hat."

Reformunwilliges Österreich

Während die Institute der meisten anderen europäischen Länder ihr Risikoprofil weiter entschärften und notwendige Kapitalpolster aufbauten, kämen Österreichs Banken nicht aus den Schlagzeilen, so Schmidlin. Es gebe eben noch andere Problembereiche neben der Enteignung der Nachranggläubiger der Hypo Alpe Adria in der Alpenrepublik, etwa das hohe Exposure zu Ukraine und Russland sowie die Frage der Behandlung der Verluste aus Fremdwährungskrediten an osteuropäische Konsumenten. Dabei werde der Kapitalaufbau aus eigener Kraft etwa durch einbehaltene Gewinne nicht ausreichen. Schmidlin und Profitlich mahnen eine Stärkung der Kapitalbasis etwa über Contingent Convertibles (CoCo Bonds; Zwangswandelanleihen bei Erreichung eines Triggers) an. Für diese tief nachrangigen Instrumente wäre der Markt wegen ihres Renditevorteils im Niedrigzinsumfeld durchaus aufnahmefähig, und der Staat würde im Krisenfall nicht erneut den Steuerzahler zur Kasse bitten müssen. Um CoCos von österreichischen Bankemittenten zu vernünftigen Konditionen platzieren zu können, braucht es aber vor allem eines: Vertrauen. Dabei drängt die Zeit, weil die Übergangsfristen für die Anrechenbarkeit alten Hybridkapitals peu à peu enden.

Kurzsichtigkeit kostet

So wie es aussieht, wird die Alpenrepublik früher oder später wegen der Kapitalschwäche ihrer Banken wieder Investoren ins Boot holen müssen, und das sind zum großen Teil die gleichen Adressen, die man mit dem HaaSanG und der Heta-Konkursdiskussion vergrault hat. Jetzt noch die Senior-Anleihen beschneiden zu wollen, wäre daher äußerst kontraproduktiv. Es bleibt also nur zu hoffen, dass einerseits der finanzpolitische Sachverstand nicht zur Residualgröße in Österreich verkümmert und andererseits politischer Aktionismus nicht zum bestimmenden Handlungselement geworden ist.

gen spezialisierten Staranwalts Lee C. Buchheit (Kanzlei Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP) und von G. Mitu Gulati (Duke University) vom 7. 5. 2010, der seinen Weg ins Netz fand *(http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1603304)* und dort bereits exakt jene Umschuldungsgrauslichkeiten öffentlich machte, mit denen sich die Investoren mehr als ein Jahr später tatsächlich auseinandersetzen mussten.

Denken Sie das Undenkbare!

Das Undenkbare zu denken ist also spätestens seit der „freiwilligen" Umschuldung in Griechenland eine Pflichtaufgabe für Asset und Portfolio Manager. Tail-Risiken treten auch bei Staatsanleihen verstärkt in den Vordergrund.

In den letzten Jahren haben insbesondere in Europa die Emissionen staatsgarantierter Unternehmensanleihen aus dem Finanzsektor deutlich zugelegt, weswegen hier auch am ehesten Restrukturierungsbedarf vorliegt, da das Schuldenniveau angesichts geringen Wachstums und niedriger Inflation alles andere als nachhaltig ist.

Lesepflicht

Juristisches Know-how wird im Zusammenhang mit Anleihenengagements zusehends wichtiger. Prospekte zu lesen, zu vergleichen und daraus die richtigen Schlüsse für die Vermögensanlage zu ziehen, wird ein ernstzunehmender Performancetreiber der Zukunft sein. Nicolas Schmidlin und Marc Profitlich sind hier als Pioniere im deutschsprachigen Raum sehr gut aufgestellt und konnten bereits in den ersten zwölf Monaten nach der Fondsauflage im Januar 2014 die verwalteten Assets auf gut 75 Millionen Euro steigern. Darunter sind bereits heute mehrheitlich Gelder von Family Offices und institutionellen Investoren. Die aufgeführten Nischenthemen bieten im aktuellen Umfeld nach wie vor weitgehend marktunabhängige Ertragspotenziale.

DR. KURT BECKER