



Kapitalmaßnahme Novo Banco

Am 30.12.2015 hat die portugiesische Notenbank einen ungewöhnlichen Schritt verkündet. Um die Kapitalunterdeckung der portugiesischen Novo Banco in Höhe von 1,4 Mrd. Euro zu beheben, wurden willkürlich fünf Senior Anleihen der Novo Banco mit einem Nominal von 2 Mrd. Euro in die ursprüngliche Entität, die 2014 in Schieflage geratene Banco Espírito Santo, übertragen.¹ Dieser Schritt verletzt offensichtlich die „pari passu“ Stellung der Halter dieser Anleihen, widerspricht also dem Grundsatz der Gleichbehandlung aller Investoren in gleichrangige Anleihen und stellt somit eine willkürliche Enteignung einiger Investoren dar. Unserer Ansicht nach wird dieser Schritt spätestens vor dem Europäischen Gerichtshof keinen Bestand haben. Im Folgenden beschreiben wir die Hintergründe, die möglichen rechtlichen Schritte und die Auswirkungen für Basis-Investoren.

Hintergrund

Die Banco Espírito Santo (BES) ist angesichts problematischer Kredite in 2014 in Schieflage geraten. Im August 2014 kündigte die EZB an, der Bank den Zugang zu EZB-Geld zu sperren, woraufhin die portugiesische Regierung eine staatsfinanzierte Rettung der Bank in Höhe von knapp 5 Mrd. Euro ankündigte, die durch eine Aufspaltung der Bank umgesetzt wurde. Notleidende Kredite und nachrangige Anleihen verblieben demnach in der BES, während erstrangige Anleihen ebenso wie Kundeneinlagen in die neu geschaffene Novo Banco transferiert wurden. Die Novo Banco befindet sich zu 100 % in den Händen des portugiesischen Staates. Trotz dieser Maßnahmen hat die Novo Banco den Stresstest der EZB im Oktober 2015 nicht bestanden, wobei ein Kapitaldefizit im Falle eines Krisenszenarios in Höhe von ca. 1,4 Mrd. Euro festgestellt wurde. Vor diesem Hintergrund sind Verkaufsverhandlungen mit internationalen Interessenten bislang gescheitert, auch angesichts überhöhter Preisvorstellung von Seiten Portugals.

Jüngste Entwicklungen

Die Parlamentswahlen im Oktober 2015 haben indes eine Veränderung der politischen Kräfte in Portugal nach sich gezogen, da die amtierende Regierung unter Premier Coelho (PSD) die absolute Mehrheit verloren hat und am 26. November 2015 die neue Regierung unter Premier Antonio Costa vereidigt wurde. Angefacht durch die nach wie vor schwache wirtschaftliche Entwicklung des Landes – v.a. die hohe Arbeitslosigkeit – haben in 2015 die Proteste zugenommen, wobei v.a. die Wirtschaftspolitik im Mittelpunkt der Kritik steht. Hier wiederum v.a. der Sparkurs der Regierung und ihre Rolle in der Lösung der Finanzkrise bzw. der Abwicklung von Problembanken. Eine zentrale Rolle für eine mögliche Lösung der Kapitalunterdeckung der Novo Banco spielt hierbei auch die Tatsache, dass die bereits zum 1. Januar 2015 in Kraft getretene europäische Regelung zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (BRRD) am 1. Januar 2016 vollumfänglich implementiert werden muss, also auch die hierin vorgesehenen Bail-In-Instrumente angewendet werden müssen. Der Verdacht liegt nahe, dass die portugiesische Regierung unter Druck stand, eine schnelle Lösung zu präsentieren, die eben nicht vollständig BRRD-konform ist.²

¹ Die offizielle Pressemeldung findet sich hier:

<https://www.bportugal.pt/en-US/OBancoeoEurosistema/ComunicadoseNotasdeInformacao/Pages/comb20151229-2.aspx>

² Zum Zeitrahmen der Umsetzung des BRRD, vgl.: <http://www.cms-lawnow.com/regzone/articles/2014/november/13/brrd-eu>



Die Maßnahme der Bank of Portugal

Nachdem am 29.12.2015 Anleihen der Novo Banco vom Handel ausgesetzt wurden, wurde am Abend desselben Tages offiziell verkündet, dass fünf Anleihen der Novo Banco mit einem Nominal von 2,1684 Mrd. Euro auf die Entität der BES rücktransferiert werden. Hierbei handelt es sich um folgende Anleihen:

Transferierte Anleihen

ISIN	Kupon	Fälligkeit	Nominal in Mio. EUR
PTBEQBOM0010	6,875	15.07.2016	81,4
PTBEQKOM0019	2,625	08.05.2017	750
PTBENJOM0015	4,75	15.01.2018	500
PTBENKOM0012	4	21.01.2019	750
PTBENIOM0016	6,9	28.06.2024	87

Inklusive der transferierten Anleihen hat die Novo Banco 50 vorrangige Anleihen mit einem gesamten Nominal von knapp 20 Mrd. Euro ausstehen. Nach dieser Maßnahme stehen noch 45 Anleihen mit ca. 18 Mrd. Euro als Verbindlichkeiten in der Bilanz. Durch diesen Schritt konnte die Novo Banco ihre Verbindlichkeiten also um 2 Mrd. Euro reduzieren, was einen inversen Effekt auf die Kapitaldeckung hat und aus einer ehemals 1,4 Mrd. Euro Unterdeckung konnte somit eine Überdeckung im Krisenszenario von 600 Mio. Euro erreicht werden – es wurde also ein zusätzlicher Kapitalpuffer geschaffen.

Die Bank of Portugal (BoP) hat hierbei kommuniziert, dass dieser Schritt auch vor dem Hintergrund umgesetzt wurde, die Kosten der Maßnahme vor allem auf institutionelle Investoren abzuwälzen, während Privatkunden weitgehend verschont bleiben. Die fünf transferierten Anleihen sind ausschließlich an institutionelle Investoren verkauft worden, weshalb Privatkunden also nur indirekt (bspw. über Fonds-Anteile) belastet werden. Des Weiteren ist offensichtlich, dass die BoP hiermit auch versucht, die Novo Banco für den Verkaufsprozess (der Anfang 2016 wieder aufgenommen werden soll) attraktiver zu machen, indem sie a) das direkte Problem der Kapitalunterdeckung löst und b) die Verbindlichkeiten reduziert bzw. die Bilanz verkürzt.

Die rechtliche Situation

Alle Anleihen der Novo Banco basieren auf einem gemeinsamen Emissionsprospekt, einem 20 Mrd. Euro großen EMTN-Programm (Euro Medium Term Note Programm). Spezielle Regelungen bzgl. einzelner Anleihen werden dann in einem jeweils spezifischen „Pricing Supplement“ festgelegt. Folglich stellen sich zwei Fragen:

1. Da alle Anleihen (unabhängig von deren spezifischen Regelungen) innerhalb desselben EMTN-Programms emittiert wurden, findet eine Ungleichbehandlung der Investoren statt. Wir verweisen im Folgenden auf den Programmprospekt (der für alle Anleihen gilt), in dem der rechtliche Status der Anleihen wie folgt definiert wird: „*The Senior Notes and the relative Receipts and Coupons will constitute direct, unconditional, unsecured (subject to the provisions of Condition 3) and unsubordinated obligations of the relevant Issuer and will rank pari passu with all present and future unsecured and unsubordinated obligations of the relevant Issuer, without any preference among themselves by reason of priority of date of issue, currency of payment or otherwise, except for obligations given priority by law.*”



2. Es bestehen zusätzlich keine klaren und einheitlichen Regelungen bezüglich des anzuwendenden Rechts („*governing law*“), da hier teilweise auf internationales und teilweise auf portugiesisches Recht verwiesen wird. Folglich kann man hier keine klare Unterscheidung einzelner Anleihen erkennen, die auf spezifischen juristischen Regelungen basieren.

Es findet also eindeutig eine Benachteiligung weniger Investoren statt, welche die gesamten Kosten der Kapitalmaßnahme tragen müssen, während die verbleibenden Investoren sogar von der Maßnahme profitieren. Diese wurde entgegen der im Emissionsprospekt festgeschriebenen Statuten umgesetzt. Zusätzlich wurden die Halter von BES Nachranganleihen quasi enteignet. Durch den Transfer der vorrangigen Anleihen auf die BES wird die Verwertungsquote der nachrangigen Anleihen null betragen, während diese Anleihen vor der Ankündigung der Kapitalmaßnahmen im Markt mit ca. 10 % des Nominals bewertet wurden.

Die Verletzung von elementaren Gläubigerschutzrechten, die in allen Anleiheprospekten festgeschrieben sind, wird dazu führen, dass Investoren in Zukunft eine weitaus höhere Prämie (Spread-Aufschlag) fordern werden, um diese rechtlichen Risiken zu kompensieren. Außerdem ist völlig offensichtlich, dass hier andere Maßnahmen hätten ergriffen werden können, um das Problem der Kapitalunterdeckung zu lösen. Abgesehen von einem Verkauf der Bank an Investoren (u.a. hat die spanische Santander Interesse angemeldet), welche in der Lage sind, das Kapital aufzustocken, hätte man beispielsweise mit einem Haircut in Höhe von 10 % auf alle ausstehenden Anleihen (20 Mrd. Euro Nominal) denselben Effekt erzielt, ohne den Gleichbehandlungsgrundsatz zu verletzen.

Die BoP hat folgendes Statement veröffentlicht: *“where creditors within the same class are treated differently in the context of resolution action” BRRD requires that “distinctions must be equitable, justified in the public interest and proportionate and must not discriminate on the grounds of nationality”*. Wir sehen hier alle aufgeführten Kriterien verletzt.³

- › „*equitable*“: Wir erachten es nicht für gerecht, dass 10 % der Investoren die gesamten Kosten der Maßnahme zu tragen haben.
- › „*public interest*“: Ein öffentliches Interesse besteht – wenn überhaupt, dann ausschließlich – in Portugal, da die Kosten auf internationale Investoren abgewälzt werden. Der Rest der europäischen Öffentlichkeit kann an so einer weitreichenden Maßnahme kein Interesse haben. Die Schonung des Staatshaushalts stellt in vielen Ländern der EU (Deutschland, Österreich) Teil des öffentlichen Interesses dar.
- › „*proportionate*“: Ob diese Maßnahme angemessen ist, darf zumindest bezweifelt werden. Es gäbe andere Maßnahmen, welche dieselbe Wirkung auf den Kapitalpuffer der Novo Banco gehabt hätten, ohne eine klare Verletzung von Gläubigerschutzrechten nach sich zu ziehen.
- › „*not discriminate*“: Hier wurde ganz klar nach nationalen Kriterien unterschieden, da eine Mehrheit der Anleiheinvestoren keine Portugiesen sind und diese nun die Kosten der Maßnahme zu tragen haben. In der Argumentation bezüglich der Aufspaltung der BES im Jahre 2014 hat die BoP noch folgendermaßen argumentiert: *„Secondarily, should the final costs of the resolution measure come to be greater than the burden borne by shareholders and subordinated creditors, the costs will be borne by the financial sector through the Resolution Fund”*. Das scheint nun offensichtlich nicht mehr zu gelten.

³ Hier nachzulesen: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=celex:32014L0059>



Somit steht außer Frage, dass diese Maßnahme juristische Konsequenzen nach sich ziehen wird. Im Mittelpunkt wird hierbei eben die willkürlich festgesetzte Benachteiligung einzelner Investoren stehen. Hier unterscheidet sich die Situation von der Griechenlands in 2012, da die damalige Restrukturierung erstens durch einen Parlamentsbeschluss legal vorbereitet wurde und zweitens alle Anleihen nach griechischem Recht gleich behandelt wurden.

Die Frage nach dem Klageweg muss in den nächsten Tagen erörtert werden, aber der erste Schritt wird eine Klage gegen die Novo Banco und möglicherweise die BoP vor einem portugiesischem Gericht sein, während gleichzeitig der Gang vor den Europäischen Gerichtshof zu erwarten ist. Des Weiteren stellt sich die Frage, wie die EZB und die EBA (European Banking Authority) diese Maßnahme bewerten. Bisher liegt hier noch keine offizielle Stellungnahme vor.

Es ist indes nicht das erste Mal, dass Portugal äußerst fragliche Schritte bei der Restrukturierung der BES vorgenommen hat und deshalb bereits rechtliche Schritte unternommen wurden. OAK Finance ist ein Vehikel zur Abwicklung von Krediten der BES, indem Kredite gebündelt wurden, die wiederum als Kollateral für durch OAK Finance emittierte Anleihen verwendet werden. Entgegen ursprünglicher Abmachungen bei der Aufspaltung der Bank wurden diese Kredite nicht in die Novo Banco transferiert. Goldman Sachs und eine Gruppe von Investoren fechten diese nun vor einem Gericht in Portugal an.⁴

Effekte auf den Anleihen- und CDS-Markt

Die transferierten Anleihen werden aktuell indiziert bei einem Niveau von ca. 15 % gehandelt, was einem Wertverlust von 75-85 % entspricht. Das spiegelt die sehr niedrig erwartete Verwertungsquote der BES wider, die nun komplett abgewickelt werden soll. Neben den transferierten Senior-Anleihen mit einem Nominal in Höhe von 2 Mrd. Euro stehen noch ca. 2,5 Mrd. Euro nachrangige Anleihen sowie vorrangige Darlehen in Höhe von ca. 1,2 Mrd. Euro aus. Die in der Novo Banco verbleibenden Anleihen hingegen profitieren von der Maßnahme, da sich nun die Eigenkapitalausstattung verbessert hat und somit auch die Ausfallwahrscheinlichkeit geringer ist. Außerdem steigt die Wahrscheinlichkeit, dass für die Bank mittelfristig ein Käufer gefunden werden kann.

Die Frage, ob diese Maßnahme ein Credit Event im CDS ausgelöst hat, ist bereits bei der ISDA platziert.⁵ Angesichts der Tatsache, dass nur 10 % der Anleihen transferiert wurden, kommt es zu keinem sogenannten Succession Event (d.h. eine Aufspaltung des CDS-Kontraktes auf die zwei Entitäten) im CDS, da hierfür mindestens 25 % transferiert werden müssen. Eine weitere Schwierigkeit bei der Beantwortung der Frage durch die ISDA besteht darin, dass neben CDS nach neuen Definitionen (2014 Credit Derivatives Definitions) auch „alte“ Kontrakte, die auf den 2003er Definitionen basieren, existieren. Der zentrale Unterschied zwischen beiden Kontrakten liegt in der Tatsache, dass 2014er CDS Government Intervention als Credit Event inkludieren. Es stellt sich also die Frage, ob es sich um ein Credit Event Government Intervention oder ein Credit Event Restructuring (in beiden Definitionen inkludiert) handelt. Die Beantwortung dieser Frage durch die ISDA steht noch aus, wobei ein Argument für eine ablehnende Entscheidung sein könnte, dass es sich „nur“ um einen Wechsel der Entität handelt. Das könnte damit begründet werden, dass die ursprüngliche Entität, also diejenige aus der die Anleihen emittiert wurde, die BES war. Erst danach wurde die Novo Banco geschaffen und die Anleihen transferiert. Nun werden diese

⁴ Vgl. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-24/bank-of-portugal-says-goldman-loan-fight-harms-novo-banco-sale>

⁵ Vgl. hierzu: <http://dc.isda.org/credit-default-swaps-archive/>



wieder zurück auf die ursprüngliche Entität transferiert. Es bleibt abzuwarten wie die ISDA entscheidet, dementsprechend existiert der Markt für CDS aktuell nur sehr theoretisch und Indikationen zeigen sehr weite Geld/Brief-Spannen an.

Positionen in negativer Basis auf die transferierten Anleihen leiden in diesem Szenario (also wenn kein Credit-Event im CDS ausgelöst wird), da der Wertverfall der Anleihen nicht durch eine ebensolche Gegenbewegung im CDS kompensiert wird. Hingegen können negative Basis Positionen, welche auf die nicht transferierten Anleihen referenzieren, in diesem Szenario profitieren. Allerdings nicht in demselben Ausmaß, wie Erstere unter Druck geraten sind. Diese initiale Reaktion hat extreme Ausmaße angenommen (Überschießen), so dass eine Gegenreaktion in den nächsten Tagen nicht unwahrscheinlich erscheint.

Ausblick

Die ersten Schritte werden nun sein, diese Maßnahme juristisch bewerten zu lassen. Angesichts der Erfahrungen aus sehr ähnlichen Fällen (v.a. aus der von uns gewonnenen Klage gegen die Restrukturierung von nachrangigen Anleihen der irischen Anglo Irish Bank (jetzt IBRC), haben wir hier realistische Erfolgsaussichten. Es haben bereits einige Investoren rechtliche Schritte angekündigt, so dass wir davon ausgehen, dass sich hier Klagegruppen bilden werden (möglicherweise sogar nur eine), um hier Kräfte zu bündeln und gerichtliche Auseinandersetzungen kosteneffizient zu bestreiten.

Wir werden Sie selbstverständlich über die weiteren Entwicklungen auf dem Laufenden halten.



*** Wichtige rechtliche Information:**

Dieses Dokument ist ausschließlich für bevollmächtigte Nutzer bestimmt, denen die bereitgestellten Inhalte rechtmäßig zugeleitet oder zugesandt werden dürfen. Alle Inhalte sind streng vertraulich und dürfen ohne schriftliche Genehmigung der XAIA Investment GmbH („XAIA“) weder weiterverbreitet noch veröffentlicht werden.

Alle Inhalte dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. XAIA ist bestrebt, die Inhalte aktuell, richtig und vollständig darzustellen, jedoch kann XAIA Aktualität, Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der Darstellung nicht garantieren. XAIA übernimmt daher keinerlei Haftung für unmittelbare oder mittelbare Schäden, einschließlich entgangenen Gewinns aus der Verwendung bereitgestellter Inhalte. Gleiches gilt im Falle teilweiser oder vollständiger Unmöglichkeit oder einer sonstigen Beeinträchtigung der Nutzung. Der Nutzer trägt daher die alleinige Verantwortung für die Nutzung der Inhalte und deren Folgen. XAIA behält sich weiterhin ausdrücklich vor, jederzeit und ohne Vorankündigung Änderungen oder Ergänzungen der Inhalte dieser Darstellung vorzunehmen.

Die Inhalte dieser Darstellung stellen weder eine Aufforderung, noch ein Angebot oder eine Empfehlung dar, ein Finanzinstrument zu erwerben, zu verkaufen oder sonst darüber zu verfügen, oder eine andere Transaktion zu tätigen oder eine Anlageberatung oder andere Dienstleistungen zu erbringen. Eine Investmententscheidung in Bezug auf die hier dargestellten Produkte darf nur auf Grundlage der einschlägigen Verkaufsdokumente erfolgen.

Sollte dieses Dokument Angaben oder Informationen zu zukünftigen Wertentwicklungen oder Performance-Projektionen machen, sind diese als reine Prognose zu bewerten. Tatsächliche Ergebnisse können davon erheblich abweichen. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung (tatsächlich oder simuliert) erlauben keine Prognosen für die Zukunft.

Inhalte und Aufbau dieses Dokuments sind urheberrechtlich geschützt und dürfen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung von XAIA weder kopiert, übernommen, vervielfältigt oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden.

In Zweifelsfällen wenden Sie sich bitte an folgende Email Adresse:
info@xaia.com