



Dr. Jochen Felsenheimer  
Telefon: +49 89 589275-120  
jochen.felsenheimer@xaia.com

## **SNS Bank NV – ein Template zur Restrukturierung des europäischen Bankensektors?**

### **Der ökonomische Hintergrund**

Die niederländische SNS REAAL Gruppe, die im Bank- und Versicherungsgeschäft sowie im Asset-Management tätig ist, steht vor allem ausgelöst durch den drastischen Wertverfall ihres Immobilienportfolios (das einen Großteil des Geschäfts ausmacht) schon länger unter starkem Druck. In der Sparte Property Finance sind über 40% des Portfolios notleidende Kredite. Die Gruppe agiert vor allem im Retail-Markt, was durchaus als relevanter Faktor verstanden werden muss, wenn es um potenzielle Rettungsaktionen des Staates geht.

Trotz bereits erfolgter Kapitalspritzen durch die Niederlande in den vergangenen Jahren und interner Versuche, die Probleme im Immobilienportfolio zu lösen, kam die Gruppe durch weiteren Abschreibungsbedarf so stark unter Druck, dass sich die niederländische Regierung letzte Woche zur Verstaatlichung der SNS REAAL entschloss, um potenzielle Ansteckungseffekte einer ungeordneten Abwicklung des Instituts auf den niederländischen Finanzsektor zu verhindern. Der Aulöser hierfür war die Tatsache, dass die Gruppe die von der niederländischen Regierung geforderte Stärkung des Eigenkapitals nicht erreichen konnte und eine weitere Aufstockung der Risikovorsorge privatwirtschaftlich nicht möglich war. Am 1. Februar 2012 gab deshalb das niederländische Finanzministerium die Verstaatlichung der SNS Gruppe bekannt.

Im Zuge dieser Verstaatlichung findet nun ein Bail-In der nachrangigen Gläubiger statt, d.h. Aktionäre und Halter von LT2, UT2 und Tier-1 – Anleihen werden enteignet. Senior-Bondholder sind explizit von einer Verlustbeteiligung ausgeschlossen, wobei eine Beteiligung der vorrangigen Gläubiger aufgrund des „Act des Resolution Regimes“ zur Abwicklung von maroden Instituten möglich gewesen wäre. Es besteht folglich zumindest theoretisch die Möglichkeit bei weiteren Verlusten auch auf die Senior-Bondholder zuzugehen und sie an einem Bail-In zu beteiligen.

Es sind von Seiten der nachrangigen Gläubiger bereits Klagen beim Obersten Gerichtshof in den Niederlanden eingereicht worden. Hierbei ergeben sich eine Vielzahl von Ansatzpunkten für eine Klage – von der Frage ob das Management von SNS REAAL Pflichtverletzungen begangen hat bis zu der Frage, ob die Verlustbeteiligung bzw. die Gleichstellung unterschiedlicher Investorengruppen (vom Aktionär bis zum LT2-Halter) rechtlich zulässig ist. Hier ist keine schnelle Einigung zu erwarten, weshalb die Unsicherheit bzgl. aller Anleihen extrem hoch bleiben wird.

### **Die Implikationen im Kreditderivatemarkt**

Die Nationalisierung zeigt eine Schwäche des ISDA-Rahmenwerks zur Abwicklung bei europäischen Finanzinstituten auf. Hierbei geht es nicht darum, ob ein Credit Event festgestellt wird. Das wurde vom Determination Committee bereits veröffentlicht

([http://dc.isda.org/documents/2013/02/emea\\_determinations\\_committee\\_decision\\_06022013-doc.pdf](http://dc.isda.org/documents/2013/02/emea_determinations_committee_decision_06022013-doc.pdf)). Aber die Abstimmung über die weitere Vorgehensweise wurde vorerst verschoben. Der Grund hierfür liegt in dem speziellen Abwicklungsmodus im Falle von Credit Events. Hierbei ist ein Prozess definiert, der nach der Feststellung des Credit Events die Festlegung der lieferbaren Anleihen und final dann die CDS-Auktion zur Feststellung der Verwertungsquote innerhalb von zwei Wochen erfordert. Es werden bei Finanzinstituten dann eben auch zwei Auktionen stattfinden – eine für Senior- und eine für Subordinated CDS. Das Spezielle an dem SNS-Fall ist nun, dass die Regierung ja alle Nachranganleihehalter enteignet hat und die Anleihen auch einziehen wird. Das heisst, zum Zeitpunkt der Auktion existieren keine lieferbaren Nachrang-Anleihen, die in die Auktion gegeben werden können. Man kann folglich nur Senior-Bonds einliefern, da vorrangige Instrumente immer in die „nachrangige“ Auktion geliefert werden können. Das hat nun zur Folge, dass die Verwertungsquote in den beiden Auktionen ungefähr gleich hoch sein sollte und der Sub-CDS aus Sicht des Versicherungskäufers eine sehr niedrige Versicherungszahlung leistet! Abhängig davon, welches Event (Bankruptcy oder Restructuring) letztlich festgestellt wird, wird die Verwertungsquote im Bereich Mitte 90er erwartet – d.h. die erwartete CDS-Kompensation bewegt sich irgendwo im Bereich von 5%. Die Frage stellt sich also, welchen Wert ein Nachrang-CDS noch hat, wenn man ihn durch die Herausnahme der lieferbaren Anleihen quasi zu einem Senior-CDS macht? Die im Markt gehandelten,



impliziten Verwertungsquoten im Sub- und Senior-CDS auf Finanzinstitute liegen bei 20% bzw. 40%, weshalb sich bereits hieraus unterschiedliche Spreads ableiten lassen.

#### **Ein Einzelfall oder das neue Template zur Bankenrestrukturierung**

Die gesamte SNS Gruppe hat ca. 2.9 Mrd. Euro Nachrang-Anleihen ausstehen, die SNS Bank ca. 1 Mrd. Euro. Es werden aber nur die 1 Mrd. Euro enteignet, da die anderen von der weiter bestehenden Versicherungstochter emittiert wurden. Im Markt handeln Nachrang-Anleihen der SNS Bank bei etwa 5%, obwohl die Enteignung eigentlich dazu führen müsste, dass diese wertlos sind. Diese Tatsache wird dadurch erklärt, dass es sicher einige Investoren gibt, die sich von einer möglichen Klage eine höhere Auszahlung (als null) versprechen.

Das ausstehende CDS-Volumen auf SNS ist minimal. Der Emittent taucht auf der DTCC-Seite ([http://dtcc.com/products/derivserv/data\\_table\\_i.php?tbid=6](http://dtcc.com/products/derivserv/data_table_i.php?tbid=6)) nicht unter den Top 1000 auf, d.h. das gesamte CDS Volumen (Senior und Sub) liegt unter 40 Mio USD. Sub-CDS werden quasi nicht gehandelt. Wir kennen nur einen Broker, der aktiv ist und insgesamt nicht mehr als 200.000 Euro Nominal zeigen kann.

Die Bedeutung des SNS-Falls liegt als nicht in möglichen Verwerfungen auf den Financial-Markt während des Abwicklungsprozesses des CDS – es geht vielmehr darum, eine Schwachstelle des ISDA-Regelwerkes zu ändern. Das wird umso dringlicher, da auch schon bei der Abwicklung der Anglo Irish Bank CDS Ende 2010 eine ähnliche Fragestellung aufgetreten ist. Es dreht sich letztlich um die Frage, ob man durch einen speziellen Abwicklungsmodus im Bankensektor die Werthaltigkeit von bestimmten CDS-Kontrakten beeinflussen kann.

Genau hier setzt die ISDA an, um in Zukunft die Abwicklung von CDS effizienter zu gestalten und jegliche Diskussion über die Werthaltigkeit von Nachrang-CDS einzudämmen. Die Idee ist wohl, die Definition lieferbarer Anleihen zum Datum der Feststellung des Credit Events zu treffen, und eben nicht mehr zwischen den Daten zur Feststellung und der Auktion. Ohne genau zu wissen, wie dieser Prozess implementiert werden wird (es gibt noch keine offizielle Stellungnahme der ISDA; unsere Informationen beruhen auf Gesprächen die wir mit involvierten Parteien geführt haben), kann durch diese sehr einfache Regelung die Sicherstellung der Lieferbarkeit und damit auch diejenige der Versicherungsfunktion von Sub-CDS gewährleistet werden. So gesehen kann aus Sicht von CDS-Investoren dem aktuellen Credit Event der SNS Bank durchaus Gutes abgewonnen werden – es wird nämlich voraussichtlich dazu führen, dass in Zukunft eine weitere Steigerung der Effizienz des CDS-Marktes erreicht wird.