



MARKTANALYSE

AUGUST - SEPTEMBER 2016

WEALTH MANAGEMENT

CORPORATE & FAMILY GOVERNANCE

CORPORATE ADVISORY & STRUCTURING

ASSET SERVICES

ASSET MANAGEMENT

Marktanalyse

INSIGHT - AUGUST - SEPTEMBER 2016



Die Bankenkrise in Italien

Nach ihrer zu Jahresbeginn schon desaströsen Kursentwicklung verzeichneten italienische Banken im Nachgang zum Brexit-Votum einen Kurssturz von 30%. Ein direkter Zusammenhang zwischen dem Brexit und Italien besteht zwar offensichtlich nicht. Allerdings strahlte die mit dem EU-Austritt des Vereinigten Königreichs verbundene Ungewissheit auf Italien aus und brachte den äusserst schwachen Bankensektor des Landes durcheinander. Obwohl die Probleme alles andere als unbekannt oder neu sind, haben sich die Dinge mit der Abwicklung notleidender Kredite und einer potenziellen Beteiligung des privaten Sektors an Rettungsaktionen beziehungsweise einer potenziellen Rettung von staatlicher Seite für die schwächeren Banken jüngst beschleunigt.

Wie lange wird es dauern, bis das Land eine glaubwürdige Lösung findet? Und wird die Lösung ausreichend sein?

bereitwilligen Verkäufern notleidende Kredite abzunehmen. Aus Liquiditätssicht hinkt der Markt aber nach wie vor weit hinter Spanien her.

Wenn Italien gehofft hatte, das Problem der notleidenden Kredite nach eigener Gangart in den Griff zu bekommen, muss sie diese nach Eingang des EZB-Schreibens zur ältesten Bank, Banca Monte Paschi di Siena, Anfang Juli wohl endgültig begraben. Die EZB hat deutlich gemacht, dass die Bank Monte Paschi ihr Engagement in faulen Krediten in den nächsten drei Jahren um etwa zehn Milliarden Euro reduzieren muss. Dadurch nimmt die Belastung für den Sektor zu und die italienische Regierung steht unter Druck, eine bessere Lösung als einen zweiten Atlante-Fonds zu finden.

Als wäre die Lage nicht schon instabil genug, hat die Euro-

« Wie lange wird es dauern, bis das Land eine glaubwürdige Lösung findet? Und wird die Lösung ausreichend sein? »

NICOLAS ROTH, CO-HEAD ALTERNATIVE INVESTMENTS, REYL & CIE AG

Als erste Reaktion, um dem immer stärker werdenden Problem der notleidenden Kredite zu begegnen, schuf Italien Atlante: Das ist ein vorgesehener privater Fonds für die Beteiligung an der Rekapitalisierung von in Not geratenen Banken - aber auch für die Abnahme notleidender Kredite von Banken. Zwar ist die Initiative wahrscheinlich ein Schritt in die richtige Richtung. Allerdings hat Atlante nicht genügend Kapazität, um als Pseudo-Bad Bank zu fungieren. Mit anderen Worten: Der Schritt ist winzig. Italien muss einen funktionierenden Markt für notleidende Kredite schaffen, indem die Reformen der gerichtlichen Verfahren beschleunigt werden. Zudem muss die steuerliche Behandlung von Rückstellungen angepasst werden, damit es Anreize für Banken gibt, (i) Abschreibungen vorzunehmen und (ii) ihre notleidenden Engagements an Privatanleger zu verkaufen. Einige wagemutige Anleger haben schon den Fuss in das Land gesetzt, um



päische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) Ende Juli die Ergebnisse der zweiten Stresstests bekannt gegeben. Zwar haben Italiens Banken insgesamt besser abgeschnitten, als nach den schweren Börsenturbulenzen in den letzten Monaten befürchtet worden war. Doch haben einige Regierungs- und Bankenvertreter angemahnt, dass der Sektor um Reformen nicht herumkomme. Bereits beim Stresstest 2014 hatte Italien das jedoch versprochen, ohne dass danach viel unternommen worden wäre. Da bei einigen von ihnen Rekapitalisierungsbedarf besteht, wird das der Ausgangspunkt für Kopferbrechen in politischer und juristischer Hinsicht sein.

In Bezug auf zusätzliche Kapitalanforderungen sind die EU-Vorschriften für staatliche Beihilfen durch die EU-Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Abwicklungsrichtlinie) geregelt, in der es heisst, dass die

Bank 8% der Gesamtverbindlichkeiten als vorläufige Beteiligung des privaten Sektors an Rettungsaktionen verwenden muss, bevor öffentliche Gelder verwendet werden dürfen. In Italien werden etwa 30% der Bankanleihen von Kleinanlegern gehalten, da Finanzinstrumente mit fixem Ertrag steuerlich bevorzugt behandelt werden. Kopfzerbrechen in juristischer Hinsicht bereitet die strikte Anwendung von Artikel 32 Absatz 4 Buchstabe d der Abwicklungsrichtlinie, in dem es eine Ausnahme vom Auslöser einer Abwicklung gibt. « *Eine ausserordentliche finanzielle Unterstützung aus öffentlichen Mitteln* » kann einem solventen Institut « *zur Abwendung einer schweren Störung der Volkswirtschaft eines Mitgliedstaats und zur Wahrung der Finanzstabilität* » gewährt werden. Allerdings ist der Betrag auf die durch den EBA-Stresstest festgestellte Lücke begrenzt. Im Rahmen dieser Ausnahme würden nur Aktionäre und Inhaber nachrangiger Anleihen den Schmerz zu spüren bekommen und der italienische Regierungschef Renzi hätte es leichter, die Wähler im Referendum kommenden Oktober zu besänftigen.

Das Kopfzerbrechen in politischer Hinsicht betrifft nicht nur Matteo Renzi, sondern auch Deutschland: Angela Merkel fordert, wie auch etliche andere EU-Mitglieder, ebenfalls eine flexible Anwendung der EU-Vorschriften für staatliche Beihilfen. Bei einer Beteiligung des privaten Sektors an Rettungsaktionen unter Einbeziehung der Inhaber vorrangiger Anleihen, welche der politischen Karriere Renzis höchstwahrscheinlich ein Ende setzen würde, käme es im Oktober wahrscheinlich zu einem Sieg der populistischen, gegen das Establishment gerichteten Fünf-Sterne-Bewegung « *M5S* », und genau das will die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel vermeiden.

Wie geht es weiter bei den italienischen Banken? Aus dem Resultat der EBA-Stresstests ergeben sich unterschiedliche Szenarien. Allerdings sind bei allen Szenarien negative Folgen unvermeidbar. Im Basisfall werden sich etliche Banken rekaptalisieren müssen. Das wird ihnen jedoch nicht ohne Schaden für die Aktionäre und Inhaber nachrangiger

Schuldtitel möglich sein. Da nachrangige Schuldtitel massiv von Kleinanlegern gehalten werden, sind Privatanleger an den Rettungsaktionen beteiligt und sie kommen für die Verluste auf. Erst kürzlich fanden Gespräche darüber statt, bei einem Prozess der Beteiligung des privaten Sektors an Rettungsaktionen einen Unterschied zwischen institutionellen und privaten Anleihehabern zu machen. Dies erscheint aber nach der gescheiterten Rettung von Novo Banco durch Beteiligung des privaten Sektors, die Auslöser für Klagen etlicher institutioneller Anleger wie PIMCO, Blackrock und Elliott Capital gegen die Bank von Portugal war, als höchst unwahrscheinlich. Von der Beteiligung des privaten Sektors an Rettungsaktionen wäre die gesamte Kapitalstruktur betroffen, darunter auch Inhaber vorrangiger Anleihen, und das ohnehin schon geringe Vertrauen in das italienische Bankensystem würde noch weiter abnehmen. Der beste Fall bestünde darin, dass die EU Italien das Auslösen von Artikel 34 Absatz 4 Buchstabe d der Abwicklungsrichtlinie für die Zuführung von öffentlichen Geldern erlaubt, ohne dass eine Beteiligung des privaten Sektors an Rettungsaktionen ausgelöst wird. Dies erscheint jedoch als äusserst unwahrscheinlich, wenn die EU nicht bereit ist, bei der Anwendung der Richtlinie über die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten flexibel zu sein.

Bei allen Szenarien gibt es klare Risiken. Einerseits könnte die politische Zukunft von Matteo Renzi auf dem Spiel stehen: Im Falle einer Beteiligung des privaten Sektors an Rettungsaktionen wären die Ersparnisse italienischer Privatanleger in Gefahr. Andererseits besteht das Risiko für die Glaubwürdigkeit der EU und ihre Regelwerke, wenn die EU bereit ist, bei italienischen Banken ein Auge zuzudrücken, was einen gefährlichen Präzedenzfall schaffen würde und negative Auswirkungen auf das Vertrauen der Anleger hätte. Für die Probleme bei den italienischen Banken gibt es keine einfache Lösung. So oder so wird das Land in den kommenden Monaten wahrscheinlich auf der Liste der zunehmenden Sorgen für Anleger stehen.

•
www.reyl.com
•

•
WICHTIGER HINWEIS

Dieses Dokument wird von der Reyl & Cie Holding AG oder / und einem ihrer Organe (im Folgenden „REYL“ genannt) herausgegeben und dient lediglich zu Informationszwecken und ist für die interne Verwendung bestimmt. Diese Dokument stellt weder eine persönlich Empfehlung noch ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Bank- oder Anlageprodukten dar. Der Inhalt ist nur für den persönlichen Gebrauch des Empfängers bestimmt. Er darf weder vollumfänglich noch teilweise kopiert, reproduziert, verbreitet oder an Dritte weitergegeben werden. Nichts in diesem Dokument stellt eine Anlage-, rechtliche, buchhalterische oder steuerliche Beratung oder eine Zusicherung dar, dass eine Anlage oder Strategie für die jeweiligen persönlichen Umstände angemessen oder geeignet ist. Alle Anlageentscheidungen liegen in der alleinigen Verantwortung des Empfängers und stützen sich ausschliesslich auf die Einschätzung seiner persönlichen Umstände sowie seiner eigenen Interpretation der Informationen.

Die Informationen und Daten dieses Dokuments stammen aus Quellen, die als zuverlässig angesehen werden; dennoch haftet oder garantiert REYL, ihre Verwaltungsratsmitglieder, Direktoren, Mitarbeiter, Vertreter und Aktionäre, weder jetzt noch zukünftig und weder ausdrücklich noch implizit für die Zuverlässigkeit, Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Dokuments oder der Daten, die diesem Dokument zugrunde liegen und übernimmt keine Verantwortung dafür, dass irgendeine Person auf die Angaben in diesem Dokument vertraut. Im Besonderen wird keine Haftung oder Garantie für die Erreichung oder Angemessenheit zukünftiger Prognosen, Ziele, Einschätzungen oder Vorhersagen, die dieses Dokument enthält, übernommen.

Der Wert einer Kapitalanlage sowie der mit ihr erzielte Ertrag kann sowohl steigen als auch sinken, und Anleger erhalten den investierten Betrag unter Umständen nicht in vollem Umfang zurück. Die in der Vergangenheit erzielte Performance ist kein zuverlässiger Massstab für die zukünftige Wertentwicklung.

Das Dokument wurde von einer Abteilung erstellt, die nicht der organisatorischen Einheit der Finanzanalyse unterstellt ist. REYL unterliegt unterschiedlichen rechtlichen und regulatorischen Anforderungen, und es kann vorkommen, dass möglicherweise daher Wertpapiere und Anlageprodukte nicht in allen Rechtsordnungen und /oder für alle Personen angeboten werden können. REYL hat nicht die Absicht, Wertpapiere und Anlageprodukte in Ländern und Rechtsordnungen anzubieten, wo dies rechtlich und aufsichtsbehördlich untersagt ist. Den Empfängern dieses Dokuments wird daher empfohlen, sich dementsprechend persönlich lokal zu informieren.

•