

## Banken

### Nichts wird leichter ... außer Pleiten

Wer finanziert künftig noch Banken? Diese Frage beschäftigt die Branche seit geraumer Zeit, und die Beantwortung ist mit den von der EBA verursachten, überflüssigen Turbulenzen keineswegs einfacher geworden. Positiv zu bewerten ist sicherlich, dass dieses Thema längst an allen entscheidenden Spitzenpositionen des deutschen und internationalen Kreditgewerbes angekommen ist. Doch alle gut gemeinten Versuche der Beruhigung helfen kaum weiter, wenn Regulierung und Markt dem in einer ungeheuren Heftigkeit entgegenwirken. Und wenn schon zwei so erfahrene Vertreter wie der Präsident des Bundesverbandes deutscher Banken, Andreas Schmitz, nebenbei noch Vorstandsvorsitzender von HSBC Trinkaus & Burckhardt, und Hauptgeschäftsführer Michael Kemmer, der hohe Positionen in Banken aller drei Säulen bekleidet hat, bei dieser Frage nur mit den Schultern zucken, so lässt das nichts Gutes ahnen. Selbst wenn man relativierend wirken lässt, dass die Vertreter des BdB ob der Heterogenität der Mitgliederstruktur bei der Beantwortung ohnehin sehr vielseitig denken müssen – zwischen Großbanken, größeren Regionalbanken und kleinen Privatbankiers.

Ebenso schwere Zeiten sieht Schmitz für Staaten und Kommunen heraufziehen. Für diese werde es in Zukunft deutlich schwieriger und vor allem deutlich teurer, sich zu refinanzieren. Öffentliche Emittenten müssten sich darauf einrichten, nicht mehr automatisch von den Banken refinanziert zu werden, warnte der Präsident des Bankenverbandes. Banken, so hört man von allen Beteiligten, neigen heute schon dazu, dem im deutschen Länderfinanzausgleich angelegten Unterstützungsgedanken für finanzschwache Länder oder Städte zu misstrauen. Heute und künftig noch viel stärker werde auf die tatsächliche Fähigkeit der Betroffenen geschaut, die eigenen Schulden aus eigener Kraft zurückzahlen zu können. Die Bonität entscheidet – im Markt wie bei der Kommunalfinanzierung. An einer Konsolidierung der Städte- und Gemeindehaushalte führt kein Weg mehr vorbei, was aber sicherlich einige (unangenehme) Umbrüche mit sich bringen wird. Leistungen dürften nicht länger auf dem Rücken späterer Generationen refinanziert werden, so Schmitz, der dann auch gleich über mögliche Kürzungen von Sozialleistungen einerseits und eine Erhöhung der Staatseinnahmen durch höhere Steuern andererseits nachdenkt.

Bleibt zu überlegen, mit welchen Geschäftsmodellen Banken erfolgreich sein können und wo sie

noch Geld verdienen können – sprich: Wie die Bank der Zukunft wohl aussehen mag? Das wird zunächst einmal entscheidend davon abhängen, was den Politikern und Regulatoren alles noch so einfällt. Wenn hier von den BdB-Verantwortlichen vom richtigen Maß gesprochen wird, ist das sicherlich richtig. Auch der Unmut über eine EBA ist durchaus verständlich. Aber waren es nicht gerade die großen Privatbanken, die immer wieder eine europäische Aufsicht gefordert haben, weil sie es leid waren, 20 und mehr Meldezettel für jedes einzelne Land ausfüllen zu müssen? Hier hat man sicherlich nur die angenehmen Seiten gesehen und nicht weit genug gedacht. Dass eine deutsche Aufsicht das Glas immer eher halb voll als halbleer sehen wird und im Zweifelsfall eine Wette auf eigenes Risiko auf den glücklichen Ausgang der ein oder anderen Schieflage eingehen wird, ist nachvollziehbar. Aber wird das ein Litauer oder Malteser oder Franzose oder Engländer an entscheidender Position der EBA auch tun? Natürlich nicht. Eine EBA wird kein Risiko ob des Schicksals einer deutschen Bank und damit der deutschen Wirtschaft eingehen. Auf den Goodwill einer BaFin oder einer Bundesbank braucht die Branche hier nicht hoffen.

## Stresstests

### Gefährlicher Aktionismus

Nun ist es also offiziell: Sechs deutsche Banken haben den aktuellen Stresstest der European Banking Authority (EBA) nicht bestanden. Der Commerzbank fehlen 5,3 Milliarden Euro, bei der Deutschen Bank sind es 3,2 Milliarden Euro, Nord-LB und Helaba benötigen weitere 2,5 respektive 1,5 Milliarden Euro. Mit 353 Millionen Euro vergleichsweise unwesentlich ist der Kapitalbedarf der DZ Bank. Und nur pro forma, da ihre Zerschlagung zum 30. Juni 2012 ohnehin längst beschlossen ist, wurde der WestLB eine Lücke von 224 Millionen Euro bescheinigt. Per saldo sind das 13,1 Milliarden Euro, deutlich mehr als die im Oktober konstatierten 5,2 Milliarden Euro. Im Ländervergleich steht Deutschland damit nicht gravierend schlecht da, zumal die Anzahl der gestressten Institute hierzulande größer als in jedem anderen Land war. In Spanien, um nur ein Beispiel zu geben, beläuft sich der zusätzliche Refinanzierungsbedarf allein der Großbank Santander auf 15,3 Milliarden Euro. Insgesamt, so hat es die europäische Bankenaufsichtsbehörde in London gemeldet, fehlen den geprüften 71 Banken aus 21 der insgesamt 27 EU-Staaten 114,7 Milliarden Euro.

Hat sich die Kapitalsituation der hiesigen Institute in den vergangenen zwei Monaten also derart ver-

schlechtert? Sicherlich hat die verschärfte Marktlage mit dem zunehmend schwierigeren Kapitalmarktzugang Spaniens und Italiens einen Einfluss. Im Wesentlichen resultiert der Mehrbedarf allerdings daraus, dass die EBA gleich mehrmals und mitten im laufenden Prozess die Spielregeln verändert hat – aus Sicht vieler Banken sogar willkürlich. Zumindest mit Blick auf das *Procedere* und seine öffentliche Wirkung hat die EBA rein gar nichts aus den Fehlern des vorherigen Tests gelernt. Ohnehin war die offizielle Veröffentlichung der Stresstestergebnisse zum Teil zur Farce verkommen. Schon drei Wochen zuvor waren von London aus vereinzelte Details, etwa der Kapitalbedarf der Commerzbank, nach außen gedrungen. Selbst deren Aufsichtsrat hat sich schon damit befasst. Seriös ist das nicht, und zur dringend erforderlichen Ruhe an den Märkten trägt solches „Durchstecken“ von Interna auch nicht bei.

Die Mängelliste des jüngsten „Schnelltests“ lässt sich mühelos ausweiten. Am schwerwiegendsten sind wohl die zum Teil gravierenden Unterschiede in der aufsichtsrechtlichen Behandlung von Kernkapital und Bewertungsmaßstäben allein schon zwischen EBA und Basel III – von den Inkonsistenzen gegenüber den internationalen Bilanzregeln IFRS einmal ganz zu schweigen. Insbesondere ist die (Markt-)Risikogewichtung von Staatsanleihen längst nicht überzeugend geklärt. Und ist es wirklich eine solide Information für die Märkte, dass Helaba und Nord-LB aus rein formalem Grund, nämlich der Stichtagsfestlegung, als Kandidaten für Refinanzierungsbedarf auftauchen, obwohl ihre notwendigen Kapitalmaßnahmen schon beschlossen und terminiert sind?

Letztendlich werden sich die hierzulande attestierten Lücken bis zum Stichtag 20. Januar 2012 schließen lassen, für die am stärksten tangierte Commerzbank zur Not unter Abspaltung der Eurohypo und oder/Wiederbelebung des SoFFin. Betroffen sind aber nicht nur die gestressten Großbanken. Fatal ist auch die Signalwirkung des wilden Gefeilsches auf die vielen Institute, die nicht in den Stresstest einbezogen waren. Wie sollen die Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die kleineren privaten Banken und die Spezialbanken unter solch chaotischen Umständen und widersprüchlichen Maßgaben ihre Banksteuerung konzipieren? Sollen sie sich nun ganz oder teilweise von gewissen Staatspapieren trennen? Was gilt heute noch und morgen schon nicht mehr?

Eine europäische Aufsichtsbehörde mag auf dem Papier eine gute Idee gewesen sein – in der Praxis hat die EBA allerdings kläglich versagt. Mit dem in den vergangenen Monaten lauthals geschaffenen Wirrwarr jedenfalls stabilisiert man keine Märkte. Ganz im Gegenteil. Auch wenn strengere Eigenka-

pitalregeln erst einmal sinnvoll sind, so müssen die darauf abzielenden Vorgaben konsistent sein, und es darf für die Märkte keine permanente Dauerberieselung mit Einzelaspekten über den Dialog mit den Banken geben. Was der EBA offensichtlich fehlt, ist ein stimmiges, allgemein akzeptiertes Gesamtkonzept. Ohne es hat sie keine Daseinsberechtigung.

## Eurokrise

### S&P stresst Europa

Da schau einer an, in der Eurozone kriselt es. Politisches Handeln ist notwendig, wenn der gemeinsame Währungsraum und die fiskalische Handlungsfähigkeit erhalten bleiben sollen. Diese Erkenntnis ist alles andere als neu. Neu ist jedoch, dass Standard & Poor's (S&P) es jetzt auch schon gemerkt und insgesamt 15 Länder der Eurozone und damit auch den Europäischen Stabilisierungsfonds EFSF auf „Credit Watch Negative“ gesetzt hat. Dieser Erkenntnisblitz überraschte Märkte und Börsen offensichtlich weit mehr als die hinlänglich bekannten Krisentatbestände.

Dabei sollte man es besser wissen. Schließlich kann der Ratingagentur nun wahrlich nicht vorgeworfen werden, dass sie sich an den Stimmungen der Stammtische orientiere. Sie hatte schon beim ersten Rettungsschirm für das faktisch insolvente Griechenland das ungute Gefühl beschlichen, dass die milliardenschweren Kredite und Garantien die Haushalte der übrigen Eurostaaten über Gebühr belasten dürften. Denn durch die Hilfen für die eigenen Banken waren die nationalen Schuldendienste bereits arg strapaziert worden. Als dann in noch größerem Umfang als gedacht die Hellenen gestützt werden mussten, war die volkswirtschaftliche Schmerzgrenze erreicht. Griechenland aufzufangen, mag in einem gemeinsamen europäischen Kraftakt vielleicht gelingen, für Spanien oder Italien, die ohnehin mit dem Rücken zur Wand stehen, müssen andere Lösungen her.

Insofern mag es beruhigen oder beunruhigen, dass Ratingagenturen weder Orakel noch Prognostiker sind, sondern in aller Regel nur das zu diagnostizieren vermögen, was inzwischen ohnehin jeder weiß. Sie dokumentieren also quasi Allgemeinwissen und agieren prozyklisch. Müßig zu erwähnen, dass Verbriefungen von faulen Hypothekenkrediten erst dann ihre Top-Ratings verloren, als die Risiken schlagend wurden, dass Lehman herabgestuft wurde, als die Bank längst pleite war, oder die Bonitätsnoten für griechische Staatsanleihen sanken, als die Investoren höhere Spreads verlangten.

Nun also will S&P die Eurostaaten 90 Tage lang stressen und anschließend die Ratingnoten senken oder auf dem bisherigen Niveau belassen. Für beides wird – wie banal – jeweils eine Wahrscheinlichkeit von 50 Prozent genannt. Fünf hinlänglich bekannte Fakten werden als Gründe genannt: Erstens lähmen schlechte Kreditportfolios, strengere Eigenkapitalregeln und eine teure ungedeckte Refinanzierung die Banken. Zweitens avancieren supranationale Institutionen wie der IWF zu privilegierten Staatsgläubigern, die andere Investoren in den Nachrang treten lassen. Drittens agiert die Politik zu langsam, um die Staatsschuldenkrise zu bewältigen. Viertens sind Staaten und Private zu hoch verschuldet und fünftens, ist das Wirtschaftswachstum zu gering, um die Defizite abzubauen.

All das ist längst bekannt. Bekannt ist ebenso, dass S&P gern politische Akzente setzt. Schon in der US-Schuldenkrise wollte die Agentur Präsident, Senat und Repräsentantenhaus vor sich hertreiben, indem unmittelbar vor den entscheidenden Sitzungen damit gedroht wurde, das Rating herabzustufen, sollten die Beschlüsse andere sein, als von S&P erwartet. Konkret will die Agentur gegenseitige Budgetkontrolle der Euro-Staaten und mehr Möglichkeiten der Staatsfinanzierung durch die EZB, vor allem aber eine Art europäischen Länderfinanzausgleich.

Beeindruckt haben die Drohungen der Ratingagentur bislang weder die Märkte noch die Mächtigen dies- und jenseits des Atlantiks. In den USA konnten oder wollten sich die Parteien nicht einigen. Deutschland lehnt Euro-Bonds ebenso ab wie Staatskredite durch die EZB und platzierte trotz negativem Ratingausblick eine fünfjährige Anleihe von mehr als vier Milliarden Euro zu einem Zins von 1,11 Prozent – nur minimal mehr als für eine vergleichbare Emission im November.

## Insolvenzstatistik

### Bedrohliche Kulisse

Das Positive (kurz) vorweg: Auch 2011 gab es wieder weniger Insolvenzen. So hat sich deren (hochgerechnete) Gesamtzahl laut der Wirtschaftsauskunftei Creditreform von knapp 170 000 auf rund 160 000 verringert und auch das Statistische Bundesamt konnte bei Unternehmen in bislang jedem und bei Verbrauchern für das Gros aller Monate des laufenden Jahres einen Rückgang konstatieren. Leider enden die guten Neuigkeiten an dieser Stelle. Dass erst Ende November mit der Pleite des Druckmaschinenherstellers Manroland die mit Abstand größte Firmeninsolvenz in Deutschland beim

Amtsgericht angemeldet wurde, zeigt, wie instabil die Lage immer noch ist. Rund 6 500 Arbeitsplätze sind allein hier betroffen.

Entsprechend ambivalent stellt sich die Lage bei den Privatinsolvenzen dar. Zwar ist die Zahl der Verbraucherpleiten gegenüber 109 960 Fällen 2010 im laufenden Jahr leicht auf voraussichtlich 103 000 gesunken. Allerdings wurde erneut die Marke von 100 000 überschritten, und trotz (derzeit noch) guter Konjunktur- und Arbeitsmarktbedingungen erreichte die Zahl in Westdeutschland ihren zweithöchsten Stand seit Einführung der gesetzlichen Möglichkeit im Jahr 1999. Hinzu kommt, dass der 2011 gemessene Rückgang der Insolvenzen Privater mitunter deshalb zustande gekommen sein könnte, weil vom Justizministerium gerade eine Verkürzung der Wohlverhaltensperiode (vor der Restschuldbefreiung) von sechs auf drei Jahre vorbereitet wird, worauf sicherlich einige angeschlagene Haushalte spekulieren. Besorgnis erregend ist auch, dass laut Creditreform zurzeit insgesamt rund zehn Prozent aller Erwachsenen überschuldet sind.

Wie unsicher die Lageeinschätzung der Wirtschaft in Deutschland und anderswo derzeit ist, wird derweil beim Blick auf eine andere Statistik deutlich. So zeigte die Entwicklung des Auftragseingangs in der Industrie nach dreimaliger Abschwächung in Folge zwar erst einmal einen guten Einstieg in das Jahresschlussquartal. Etwa weist das Statistische Bundesamt im Oktober einen Anstieg um 5,2 Prozent aus, nachdem die Zahlen im Vormonat um 4,6 Prozent gesunken waren. Im Zweimonatsvergleich September/Oktober gegenüber Juli/August allerdings nahmen die Auftragseingänge um 2,7 Prozent ab, insbesondere die aus dem Inland. In der Tendenz bleibe die Nachfrage zudem zurückhaltend.

Droht 2012 also ein Pleite-Jahr zu werden? Für die Unternehmen zumindest bleibt die Lage weiterhin prekär. Zum einen rechnet Creditreform für 2012 wieder mit einem Anstieg der Unternehmensinsolvenzen von 30 200 in diesem Jahr auf dann bis zu 32 000. Zudem sind die Unternehmensgründungen auf den tiefsten Stand seit zehn Jahren gefallen. Mit 804 000 werden sie dieses Jahr sogar deutlich niedriger liegen als 2010, als 863 000 Unternehmen und Gewerbebetriebe in die Amtsregister eingetragen wurden. Zu einem Teil dürfte diese Entwicklung dabei immerhin auf gute Einkommens- und Jobperspektiven als abhängig Beschäftigte zurückzuführen sein.

Zudem ist das Gros der Unternehmen zumindest derzeit noch besser aufgestellt als in den Anfängen der Finanzkrise 2008/2009, das bescheinigt auch Creditreform. Ob deren Finanzierung im Zusammenhang mit Basel III, Solvency II und höheren Eigenkapitalanforderungen im Rahmen der von der

EBA geplanten Stresstests tatsächlich immer schwieriger werden wird, weil Banken ihre Bilanzen verkürzen und Eigenkapital horten müssen, ist zum Glück noch nicht in Stein gemeißelt. Zwar warnt die Kreditwirtschaft gerne vor den Konsequenzen weitreichender Regulierung. Die Hypovereinsbank hat sogar ganz konkret angekündigt, ihr Kreditgeschäft um ein Fünftel zurückzufahren. Und vdp-Präsident Jan Bettink wollte jüngst eine Kreditklemme dann nicht als Drohkulisse, sondern als logische Folge verstanden wissen. Im Markt hat sich die Großwetterlage dem Vernehmen nach zumindest noch nicht dramatisch verschlechtert. Mit einem guten Geschäftsmodell und ordentlichen Wachstumsaussichten wird sich wohl auch in Zukunft ein Weg zur Finanzierung finden lassen – nur vielleicht nicht bei jeder Bank.

## Investmentgesellschaften

### Risiken durch Anlagenotstand

Nicht nur die Geld- und Währungspolitiker leiden anhaltend unter der Finanzkrise und ihren immer wieder neuen Schreckensszenarien, sondern auch die Asset Manager und die Versicherer sind unter Dauerstress. Denn wie sollen diese Branchen an den von hektischen Reaktionen und ständigen Interventionen getriebenen Kapitalmärkten derzeit auch nur einigermaßen verlässlich die Renditen erwirtschaften, die sie bei den Vertragsabschlüssen ihren Investoren beziehungsweise Versicherten in Aussicht gestellt haben? Unter den aktuellen Marktbedingungen der verschärften Eurokrise ist diese Frage insofern besonders berechtigt, als mit der mehr und mehr schwindenden Bonität von Staatsanleihen den institutionellen Anlegern in den vergangenen Monaten ihre traditionelle Rückzugsposition verloren gegangen ist. Und ein neuer Sicherheitsanker, der einen ähnlich verlässlichen Grundstock für die notwendigen Erträge liefert, ist weit und breit nicht in Sicht.

Die daraus resultierende Ratlosigkeit bezüglich der künftigen Anlagepolitik konnte auch Allianz Global Investors bei ihrer turnusmäßigen Umfrage unter institutionellen Investoren feststellen. Durchgeführt wurde diese Erhebung im September dieses Jahres in elf europäischen Ländern unter 140 institutionellen Anlegern mit einem Anlagevermögen von über 909 Milliarden Euro. Als größtes Risiko, ihre Anlageziele über die kommenden zwölf Monate nicht wie gewünscht zu erreichen, wurde im Frühherbst die Marktvolatilität genannt (26,8 Prozent nach 7,9 Prozent im Frühjahr), gefolgt von dem Kreditrisiko von Staatsanleihen (18,1 Prozent nach neun Prozent) und einem Einbruch am Akti-

enmarkt (12,2 Prozent nach 10,7 Prozent). Weniger dramatisch als noch im Frühjahr stufen die Investoren das Zinsänderungsrisiko ein (9,4 Prozent nach 28,7 Prozent). Mit Blick auf den Euro erwarten 42 Prozent der befragten Asset Manager als wahrscheinlichstes Szenario eine Stärkung der Stabilitätsmechanismen und weitere elf Prozent eine Fiskalunion. Immerhin 19 Prozent rechnen mit der Einführung von Eurobonds, und gar 25 Prozent haben ein Auseinanderbrechen der Eurozone im Kalkül, wobei diese letztere Ansicht in UK deutlich stärker vorherrscht als innerhalb der Eurozone.

Diese Stimmungslage hat natürlich erheblichen Einfluss auf das derzeitige Klima der Anlageentscheidungen. Bei Verlust des sicheren Hafens, zunehmenden Zweifeln an der Wirksamkeit einer den jeweiligen Marktverhältnissen angepassten Diversifikation zwischen Aktien und Renten, dem schwer kalkulierbaren Einfluss von Politik und/oder Regulierung auf die Marktentwicklung sowie nicht zuletzt einen zunehmenden Respekt vor den mittlerweile berühmten „Schwarzen Schwänen“ werden die bisherigen Anlagestrategien grundsätzlich in Frage gestellt.

Allianz Global Investors sieht in diesen Ergebnissen und der Furcht vor weiteren Strukturbrüchen einen klaren Wink zu einer Abkehr von einem vergangenheitsorientierten, statischen, passiven und auf der Annahme der Normalverteilung basierenden Risikomanagement. Hinwendung zu einer zukunftsorientierten, dynamischen, aktiven und auf realistischen Verteilungen gründenden Variante lautet die Devise. Das klingt in dieser Abstraktheit einfacher als es in der Praxis umzusetzen ist. Die Kunst besteht darin zu beweisen, dass es mit solchen dynamischen Modellen des Risikomanagements nachweislich besser gelingt, in krisenhaften Zuspitzungen möglichst wenig zu verlieren und in Umschwungphasen nach oben möglichst rasch wieder dabei zu sein.

Vom Grundansatz hält man diese Philosophie des Risikomanagements übrigens im eigenen Haus bei der überwiegenden Zahl der Mandate schon für verwirklicht. Und in Deutschland insgesamt, so wird positiv angemerkt, sind viel mehr Investoren mit ihren Mandaten auf diesem richtigen Weg als in den angelsächsischen Ländern. Mit Blick auf die tatsächliche Entwicklung darf man gleichwohl gewisse Sorgen hegen. Bei allem Bewusstsein der institutionellen Asset Manager für ein gutes Risikomanagement beziehungsweise allem Unbehagen mit dem State of the Art des eigenen Risikomanagements dürfte in den kommenden Monaten doch der ein oder andere Risikozuschlag in Kauf genommen werden, um sich im harten Rendite Wettbewerb zu behaupten. Hoffentlich bleibt der sensible Bereich der Altersvorsorge vor unkalkulierbarer Risikonahme verschont. ■■■■■