

Bankenaufsicht

Neue Aufgaben auf europäischem Terrain

„Die neuen Themen sind die alten!“ Als Elke König mit dieser Bemerkung knapp zwei Monate vor ihrem Ausscheiden aus dem Amt ihre Rede zum Neujahrspresseempfang beendet hatte, war einerseits deutlich geworden, dass die noch amtierende BaFin-Präsidentin das Projekt der Neuordnung der (deutschen und europäischen) Bankenaufsicht nach der Finanzkrise längst noch nicht zu Ende gebracht sieht. Und andererseits hatte sie mit ihrem Blick auf die bekannten und gleichwohl verbleibenden Herausforderungen ihres Hauses deutlich gemacht, sich auch künftig in die Gestaltung der europäischen Aufsichtskultur einbringen zu wollen. Im Rahmen ihrer Bestandsaufnahme zur Internationalisierung der Aufsicht, zur Rolle der BaFin beim Verbraucherschutz, zu den Bemühungen um angemessene Aufsichtsansätze und zum Niedrigzinsniveau hatte sie zudem einen Bogen zu ihrem früheren Betätigungsfeld in der Versicherungsbranche und ihrem künftigen Amt als Chefin beim europäischen Abwicklungsmechanismus (SRM – Single Resolution Mechanism) geschlagen und dabei einige inhaltliche Akzente ihrer künftigen Arbeit angedeutet.

Den SRM als zweite wichtige Säule der Bankenunion will sie demnach keineswegs als reines Abwicklungselement verstanden wissen, sondern basierend auf der Sanierungsplanung der Institute soll das Instrument ihren Vorstellungen nach durchaus präventive und disziplinierende Wirkungen entfalten. Erleichterung im Sinne eines zusätzlichen Kapitalpuffers verspricht sie sich dabei im Segment der systemrelevanten Banken von dem FSB-Vorschlag der Einführung eines zusätzlichen Kapitalpuffers zum Zwecke der Abwicklung (Total Loss Absorbing Capacity – TLAC), der zunächst für systemrelevante Häuser eingeführt werden soll (ZfGK 22-2014). Die Sanierung von Instituten vorbeugend interpretieren zu wollen, dürfte speziell für die deutsche Genossenschaftsorganisation ein willkommenes Element des Selbstverständnisses der künftigen Arbeit des SRM sein. Denn in Zusammenarbeit der Prüfungsverbände und der BAG Hamm hat die Gruppe mit dieser Variante der Zukunftssicherung schon eine jahrzehntelange Erfahrung. Anders als für die Primärstufe des Genossenschaftssektors, die bei ihren Sanierungsbestrebungen auf Fusion und/oder gezielte Unterstützung der betroffenen Institute setzt und dabei keinesfalls das Regionalprinzip gefährden will, zieht Elke König auf europäischer Ebene auch das völlige Verschwinden von Kreditinstituten vom Markt mit ins Kalkül. Diese Lösung hält sie dann

für angebracht, wenn sich ein Geschäftsmodell ganz oder in Teilsegmenten als gescheitert erweisen sollte.

Unter verschiedenen Blickwinkeln streifte Elke König den Versicherungssektor. Während sie eine europäische Versicherungsunion, trotz aller weltweiten Harmonisierungsregeln der Aufsicht sowie der Anstrengungen um einheitliche Eigenkapitalregeln durch Solvency II in Europa und des Common Framework auf globaler Ebene auf konstruktivem Weg der Regulierungsinstanzen, noch vergleichsweise wenig im Fokus der Politik sieht, sorgt sie sich mittelfristig ernsthaft um die Auswirkungen der anhaltenden Niedrigzinsphase auf die Versicherer. Sollten die Zinsen dauerhaft so niedrig bleiben, so hat sie noch vor der letzten Klarheit über das Ausmaß der EZB-Beschlüsse vom 22. Januar dieses Jahres gemahnt, könnten auf diverse Lebensversicherer erhebliche Anstrengungen zukommen, ihre Kapitalbasis in der 16-jährigen Übergangsphase hinreichend zu stärken.

Mit Blick auf die deutschen Banken will die BaFin-Präsidentin deren Klagen über eine zunehmende Hinwendung der europäischen Aufsicht zu quantitativen Kennzahlenvergleichen nicht gelten lassen. Denn bei allem Grundverständnis für die Existenzberechtigung des deutschen Drei-Säulen-Systems hält sie die Angleichung von Aufsichtsregeln und die europaweite Vergleichbarkeit derzeit zumindest in einem ersten Schritt für ein höheres Gut als das Beharren der hiesigen Institute auf den lieb gewonnenen Regeln einer qualitativen Aufsichtspraxis. Deutlich zurückhaltender und damit näher an der Auffassung der hiesigen Bankenbranche als ihr Bundesbankpendant Andreas Dombret ist sie mit Blick auf einen möglichen Konsolidierungsbedarf in der Beurteilung von Fusionen. Mindestens ebenso große Erfolgsaussichten in Richtung einer Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit in punkto Rentabilität verspricht sie sich in dem derzeitigen Niedrigzinsumfeld durch eine marktgerechte Konditionenpolitik. Ihre simple Anregung: Vielleicht sollten die Institute einfach einmal darüber nachdenken, inwieweit sie für Leistungen wie Girokonten, Depotführung oder Kreditkarten Preise stellen, die den heutigen Marktgegebenheiten angemessen sind.

Geldpolitik I

Ende oder Wende?

In den vergangenen zweieinhalb Jahren konnte man die Geldpolitik der EZB seit der viel beachteten Londoner Draghi-Rede vom Juli 2012 als wirkungsvolle Ankündigungspolitik gekoppelt mit

diversen Maßnahmen werten. Mit dem Beschluss des EZB-Rates vom 22. Januar dieses Jahres zum Kauf von Anleihen hat die Notenbank nun Taten in Form einer weiteren ganz massiven Flutung der Finanzmärkte mit Liquidität folgen lassen. Die Wirkungen der schon in den beiden vergangenen Jahren beschlossenen unkonventionellen Maßnahmen erst einmal abzuwarten und zusätzlich auf die positiven Effekte des Ölpreisverfalls sowie des ohnehin deutlich gesunkenen Eurokurses zu setzen, war der Mehrheit des EZB-Rates offensichtlich nicht ausreichend. Und auch die in Politik, Wissenschaft und teilweise auch aus Kreisen der Notenbanken geäußerten Hinweise auf völlig andere Kapitalmarktbedingungen für das Quantitative Easing in den USA und die demzufolge sehr kontroversen Ansichten über die höchst ungewissen Effekte eines Ankaufsprogramms in der Eurozone fanden letztlich zu wenig Gehör.

Getroffen wurde die jüngste Notenbankentscheidung vordergründig nach dem Prinzip einer freiwilligen Vorleistung. Gleichwohl hat sich damit die Verbindung zwischen Politik und Notenbank weiter zementiert. Denn schon im Vorfeld und im Verlauf des Entscheidungsprozesses der Notenbank haben sich immer wieder Politiker durch öffentliche Äußerungen eingemischt. Und nach dem EZB-Votum haben auf die floskelhaft klingende Aufforderung von Mario Draghi an die Mitgliedsstaaten, in ihrem Reformeifer nicht nachzulassen, die Regierungschefs zweier Kernstaaten, François Hollande und Matteo Renzi, gleich artig ihren Willen zu Wirtschaftsreformen in Frankreich beziehungsweise Italien bekundet. Welchen Bestand solche rein verbalen Aussagen im politischen Prozess haben können, ließ sich unmittelbar vor als auch nach den Parlamentswahlen in der Rhetorik aus Griechenland erkennen.

Im rein politischen Bereich folgte die Bewältigung der Eurokrise bislang einem anderen Prinzip. Solidarität im Gegenzug zu Strukturreformen! So hat Sigmar Gabriel kürzlich an dieser Stelle die Ausrichtung verteidigt, mit der die europäische Politik in den vergangenen Jahren der Schuldenkrise Europas entgegengewirkt hat (ZfGK 1-2015).

Vielleicht war die jüngste EZB-Entscheidung im späteren Rückblick einmal ein entscheidender (Zwischen-)Schritt des Kalküls von Helmut Kohl, über eine bestehende Währungsunion die politische Union und die Wirtschaftsunion zu erzwingen. Dann könnte das Ankaufsprogramm ein wichtiger Meilenstein der Geschichtsschreibung der EZB werden und ihren Ruf als wirkliche europäische Instanz begründen. Möglicherweise hat sie aber auch das – vorübergehende oder gar endgültige – Ende der Währungsunion in der heutigen Konstellation der 19 Euroländer eingeläutet.

Geldpolitik II

Schlechtes Omen für Draghis Anleihekaufprogramm

Als der Präsident der EZB, Mario Draghi, im Sommer 2012 versprach, er werde tun „whatever it takes,“ um den Euro zu retten, gelang ihm eine Art Vertrauenstrick, denn die bis dahin stark verunsicherten Märkte wurden durch diese bloße Ankündigung nachhaltig beruhigt. Man wird im Rückblick von der Abwendung einer Notstandssituation sprechen dürfen, die dem EZB-Präsidenten durch Hypnotisierung der Markterwartungen gelang. Ob dies noch innerhalb des der EZB erteilten, recht engen Mandates zur Gewährleistung der Preisstabilität nach Artikel 127 des EU-Vertrages lag, bleibt umstritten.

Von den Kritikern wird insbesondere darauf hingewiesen, dass das Mandat der EZB wie das der Bundesbank gerade nicht in die allgemeine Fiskal- und Wirtschaftspolitik der EU eingebettet oder auf sie ausgerichtet ist, wie das bei der US Fed oder der Bank of England der Fall ist (sogenanntes dual mandate), sondern lediglich auf Preisstabilität. Ein so enges Mandat macht Sinn, weil die EU trotz einheitlicher Währung in der Eurozone mit einer für die EU einheitlichen Fiskal- und Wirtschaftspolitik nachhinkt. Weil also die Verwirklichung einer EU-Fiskal- und Wirtschaftsunion – die dann auch demokratisch legitimiert zu sein und sich politisch zu verantworten hätte – noch aussteht, kann es der weder legitimierten noch verantwortlichen EZB nicht zustehen, in dieser Richtung von sich aus aktiv oder gar dominant zu werden.

Zur Rechtfertigung des am 22. Januar 2015 verkündeten Anleihekaufprogramms von über 1100 Milliarden Euro beschwört die EZB Deflationsrisiken. Ob solche überhaupt drohen, wird nicht nur von Bundesbankpräsident Jens Weidmann und Ex-Bundesbankpräsident Axel Weber bestritten, die auf die eher nachfrage- und wachstumsstimulierenden Auswirkungen der stark gefallen Ölpreise für den EU-Raum verweisen.

Draghi setzt aber auch auf die Wirtschaftsaktivität belebende Wirkungen der gigantischen monetären Flutung. Ob das in einem Umfeld von niedrigen bis negativen Zinsen die Folge sein kann, muss indes bezweifelt werden. Strukturreformen auf den Arbeitsmärkten und wirtschaftspolitische Maßnahmen, welche Investitionen wie Nachfrage anregen, sind für eine allgemeine Belebung der Wirtschaftstätigkeit effektiver als pauschale monetäre Lockerung. Sichere Folgen werden lediglich das weitere Aufblähen von Aktienkursen und Grundstücksmärkten sein bei gleichzeitig harter Enteig-

nung der Sparer von bloßen Geldvermögen. Dazu kommt das Risiko eines sich in eine Negativspirale verwandelnden Abwertungsablaufs der um Marktanteile im internationalen Exportgeschäft ringenden Währungsräume. Das Gegenteil hierzu ist die Entscheidung der Schweizer Nationalbank, die sich in Antizipation des seitens der EZB erwarteten Quantitative Easing abrupt von der im September 2011 eingeführten Wechselkursfixierung an den Euro abwandte und für den nun stärker unter Druck geratenen Export zur Verteidigung der Wettbewerbsfähigkeit eher auf Qualität und Innovation setzt.

Die Selbstrechtfertigung Draghis vor dem Urteil der Geschichte könnte lauten, dass er sich gerade angesichts einer noch immer fehlenden EU-Fiskalunion zum Handeln gezwungen sah. Wenn er Glück hat, hilft die Ölpreissenkung bei einer Stimulation der EU-Wirtschaft, sein Kaufprogramm indessen kaum. Aber die abenteuerliche Selbstermächtigung der EZB könnte noch zu gefährlichen politischen Reaktionen bei den im Aufwind begriffenen populistischen Bewegungen führen.

Michael Altenburg, Luzern

Rating

SEC bestraft S & P wegen Betrugs

Die amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC) geht hart mit einer Ratingagentur ins Gericht und hat erstmals einer der ganz großen Firmen eine saftige Geldstrafe verpasst. Und noch dazu wegen Betrugs, dieses Wort verwendet die SEC in ihrer Bekanntmachung gleich mehrfach. Erwischt hat es den Giganten Standard & Poor's (S & P). Die Agentur hat an die SEC 58 Millionen US-Dollar und an die Ankläger in New York und Massachusetts zusammen weitere 19 Millionen US-Dollar zu zahlen. Darüber hinaus darf sie für eine gewisse Zeit keine bestimmten Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) neu raten.

Die Strafe hat – wie man eigentlich auf den ersten Blick vermuten könnte – nichts mit der Zeit der Finanzkrise zu tun. Diese wurde unter anderem durch – nachträglich betrachtet – oftmals deutlich zu hohe Ratings für Verbriefungstransaktionen befeuert. In diesem Fall geht es um CMBS-Ratings aus dem Jahre 2012. Die SEC wirft der Agentur Betrug beziehungsweise Fehler in drei Bereichen vor. Zum einen wird S & P unterstellt, sich nicht an die veröffentlichte Ratingmethodik gehalten und stattdessen eine „laxere“ Version verwendet zu haben, die zu hohen Ratings für die CMBS-Titel führ-

te. Zum anderen habe S & P falsche Aussagen in der Ratingmethodik gemacht, die nicht durch die Fakten gedeckt waren. Der dritte Punkt bezieht sich auf Probleme bei der Überwachung (Surveillance) von Residential Mortgage-Backed Securities. Gegen eine zuständige Managerin von S & P läuft ein Gerichtsverfahren.

Die Bewertung von Verbriefungstransaktionen ist weiterhin regelmäßig der Kritik von Aufsichtsbehörden ausgesetzt. Ende 2014 präsentierte die European Securities and Markets Authority (ESMA) eine Untersuchung und kam zu dem Schluss, dass es unter anderem bei der Überwachung ausstehender Ratings klarer Verbesserungen bedarf.

Investmentfonds

ETFs: weiter auf dem Vormarsch?

Die Anbieter von Exchange Traded Fonds blicken auf eine weitgehend zufriedenstellende Marktentwicklung im Jahr 2014 zurück. Weltweit verzeichnet die Branche der passiven Fonds nach Daten von DB Research für das abgelaufene Jahr ein Wachstum ihrer Assets under Management (AuM) von 17 Prozent auf rund 2600 Milliarden US-Dollar. 14,6 Prozent Steigerung wurden durch den Zufluss von neuen Geldern verursacht. Kursanstiege waren für ein Plus von 2,7 Prozent verantwortlich. In Europa beliefen sich die Assets under Management der ETFs auf 362,687 (286,832) Milliarden Euro, die Nettomittelzuflüsse betragen 44,66 Milliarden Euro. 261,643 (210,359) Milliarden Euro und damit der Löwenanteil der Gelder lag in Aktien-ETFs, 86,194 (60,444) Milliarden Euro in Renten-ETFs. Die Anzahl der aufgelegten ETFs insgesamt erhöhte sich von 1350 im Jahr 2013 auf 1418 zum Jahresende 2014. Vergleicht man diese Zahlen mit den Daten von 2004, so wird deutlich, dass die Produktklasse im vorangegangenen Jahrzehnt einen Siegeszug hinter sich hat – wenn auch auf einem niedrigen absoluten Niveau. Damals lagen in Europa 23,849 Milliarden Euro in 114 ETFs.

Für 2015 erwarten die Vertreter der Branche deutlichen Zuwachs bei den Assets under Management: Analysten der Deutschen Asset und Wealth Management gehen von einem Plus auf Vorjahresniveau aus – in Höhe von etwa 15 bis 20 Prozent. Aktuell wird das Wachstum insbesondere von institutionellen Anlegern getrieben. Michael John Lytle, Chief Development Officer beim Anbieter Source, geht davon aus, dass in Europa ETFs zu 80 Prozent von institutionellen Investoren gehalten werden und zu 20 Prozent von privaten. Auch an Daten von

DB Research ist die Zurückhaltung privater Anleger ablesbar: Der Anteil von Exchange Traded Fonds am Volumen aller Publikumsfonds lag demnach in Europa im vierten Quartal 2014 bei rund 3,3 Prozent, in den USA sollen es etwa 14 Prozent sein. Ob das Niedrigzinsniveau private Anleger in Deutschland und Europa in näherer Zukunft dazu treibt, dem Vorbild der Kleinanleger in den USA zu folgen?

Breiter aufgestellte Fondsgesellschaften, die aktive und passive Produkte anbieten, dürften gerade den Vertrieb der passiven an Privatkunden nicht unbedingt forcieren. Denn während Investoren einen Vorteil der passiven Produkte in den vergleichsweise geringen Kosten sehen, bedeutet das gleichzeitig knappe Margen für die Anbieter und/oder eine Kannibalisierung von aktiven durch passive Fondsprodukte. Gerade in der aktuellen Niedrigzinsphase, in der nicht nur institutionelle, sondern auch private Anleger auf der Suche nach rentierlichen Investitionsmöglichkeiten sind oder sein sollten, ist es daher spannend zu beobachten, wie sich die Finanzverbände hier positionieren. Während Union Investment keine passiven Produkte anbietet, experimentiert die Deka zumindest im institutionellen Segment schon damit. Sie verwaltete Ende 2014 ein Volumen von 6,4 Milliarden Euro in ETFs.

Für die spezialisierten Anbieter sind die kräftigen Wachstumsraten der Vergangenheit und tendenziell auch der Zukunft hingegen ein Segen. Analysten, etwa bei Feri, erwarten weiter sinkende Gebühren. Daher ist auch bei ETFs weiter Kosteneffizienz gefragt. Je stärker die verwalteten Volumina der Anbieter steigen, desto deutlicher können sie Skaleneffekte nutzen. Bei Source etwa wird die kritische Grenze für eine Nutzung dieser Skaleneffekte bei einem verwalteten Vermögen von rund 13 bis 14 Milliarden US-Dollar in einer Gesellschaft angesetzt. Das Haus selbst verwaltet weltweit rund 17 Milliarden US-Dollar in 77 Produkten.

Global betrachtet überschreiten etwa 20 ETF-Anbieter diese genannte Grenze von 13 bis 14 Milliarden US-Dollar bei den Assets under Management. Auf weltweiter Ebene belegen Anbieter wie Blackrock (1021 Milliarden AuM), State Street (453,761 Milliarden AuM) und Vanguard (446,578 Milliarden AuM) die ersten drei Plätze und vereinen einen Marktanteil von 72,8 Prozent auf sich. Auch in Europa war Blackrock im vergangenen Jahr mit einem verwalteten Vermögen von 175,4 Milliarden Euro der mit Abstand größte Anbieter von ETFs, darauf folgten die Deutsche Asset und Wealth Management mit 44,6 Milliarden Euro und Lyxor mit 38,2 Milliarden Euro. Weitere Anbieter zogen auf dem europäischen Kontinent Volumina von unter 20 Milliarden Euro auf sich: bei UBS waren es 17,081 Milliarden Euro, bei Amundi 15,385 Milliarden Euro und bei Source 12,631 Milliarden Euro.

Ertragsrechnung

FMSW hebt Depfa-Schatz

Groß war die Aufregung, als die Hypo Real Estate (HRE) im vergangenen Jahr die Depfa nicht an den Investor ihrer Wahl verkaufen durfte. Der Bundesfinanzminister und seine Berater hatten sich anders entschieden. Die Vorstandsvorsitzende Manuela Better warf deswegen den Bettel hin und die Depfa wurde auf die Abwicklungsbank FMS Wertmanagement (FMSW) übertragen. Zum Jahresende 2014 war der Übergang dann vollzogen. Die FMSW hat nun die Aufgabe, im Interesse des deutschen Steuerzahlers ein bestmögliches Abwicklungsergebnis zu erwirtschaften.

Von der Öffentlichkeit wenig bemerkt, gab es damals erhebliche Meinungsverschiedenheiten um ausstehende Nachrangtitel (Tier 1) der Depfa-Gruppe im Nennbetrag von 1,2 Milliarden Euro. Deren wunderbare Effekte auf die Ergebnisrechnung der Bank waren wohl nicht angemessen in der Kaufofferte enthalten. Die Differenz zwischen einem weit unter Pari liegenden Rückkaufpreis und dem Fälligkeitspreis (100 Prozent) kann die Emittentin in der Regel im Jahr der Durchführung im Jahresergebnis als Gewinn gutschreiben. Obwohl man ihnen die Chuzpe gar nicht zugetraut hat, sind nun die Spezialisten der FMSW mit einem Rückkaufangebot für die Nachrangtitel in den Markt gegangen. Für die drei Tranchen werden Rückkaufpreise von rund 58,5 beziehungsweise 60,5 Prozent geboten. Das ist weniger, als zum Zeitpunkt ein privater Investor als mögliches Gebot kommuniziert hat.

Für zwei Bonds gibt es bereits genügend Abgeber. Für die Halter der Hybrid-Anleihen ist die Annahme des Angebots durchaus reizvoll, haben sie doch teilweise bei Preisen von 25 bis 39 Prozent gekauft, einige Nachzügler haben wohl noch bei 50 Prozent zugeschlagen. Die Erwerber und Halter dürften in der Regel professionelle Hedgefonds sein. Um die Transaktion erfolgreich umzusetzen, braucht die FMSW die Genehmigung der Aufsichtsbehörden – wohl vor allem von der mit der Kontrolle über die Depfa beauftragten irischen Behörde. Danach gilt es, die nötige Kontrollmehrheit für alle drei Tranchen zu erhalten; damit Störungen seitens der nicht abgabewilligen Investoren unterbleiben und damit die Abwicklung des Instituts nicht behindern können. Wenn die Transaktion erfolgreich über die Bühne gehen sollte, dann würde bei der Depfa/FMSW ein Gewinn (ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten) von rund 480 Millionen Euro verbucht werden. Ein erster positiver Schritt und eine gute Nachricht für den deutschen Steuerzahler.