

## Fondsgeschäft

### Volatilität als Treiber für Mischfonds und ETFs?

Seit Monaten, wenn nicht seit Jahren ist der Tenor der Fondsbranche recht einhellig. Angesichts des nicht enden wollenden Niedrigzinsszenarios kann der gemeine deutsche Sparer – trotz der niedrigen Inflationsraten – allein mit den klassischen Zinsprodukten seinen Vermögensstatus nicht einmal halten, geschweige denn verbessern. Rationalen Überlegungen nach tut er deshalb gut daran, seine gegen Null tendierende Risikobereitschaft in beherrschbarem Ausmaß zu erhöhen, um die durchaus vorhandenen Renditechancen zu nutzen. Dass es Gewinnpotenzial gibt, hat zum Jahreswechsel wieder einmal die Deutsche Börse demonstrieren dürfen. Für den Dax stand 2015 ein stattliches Plus von 9,56 Prozent zu Buche. Allen Widrigkeiten der angespannten weltpolitischen Lage zum Trotz hat nicht zuletzt die ungewöhnliche Geldpolitik der Notenbanken vielen Aktienmärkten auch im vergangenen Jahr zu einer ansehnlichen Performance verholfen.

Nach einem vergleichsweise bescheidenen Dax-Zuwachs um 2,65 Prozent im Jahr 2014 war mit den rasanten Sprüngen von 29,06 Prozent im Jahre 2012 und 25,48 Prozent in 2013 bereits das vierte Jahr in Folge zu verzeichnen, in dem die Aktienanleger Renditen erzielen konnten, von denen die weiterhin auf klassische Zinsprodukte vertrauenden Sparer nur träumen können. Von 5898,35 auf 10743,01 Punkte zum Jahreswechsel 2015/2016 hat sich der Dax seit Ende 2011 aufgeschwungen.

Doch diese wiederholten Erfolge haben die Unsicherheit der Anleger nicht verdrängen können. Viele spüren auch ohne tiefgreifendes Verständnis der geldpolitischen Zusammenhänge, dass derzeit ein Großteil des Aufschwungs von der extrem lockeren Zinspolitik der Notenbanken abhängig ist. Und wie zerbrechlich das Vertrauen in immer noch weiter steigende Aktienmärkte ist, haben allein in den vergangenen sieben Monaten gleich zweimal die chinesischen Börsen gezeigt. Auf den chinesischen Aktienmarkt zu setzen war jedenfalls im abgelaufenen Jahr 2015 keine so gute Idee. Die deutlichen Kursverluste im Sommer vergangenen Jahres haben sich nach Interventionen der chinesischen Notenbank zwar wieder beruhigt. Auch die vergleichsweise kontrollierte Abwertung der chinesischen Währung trug bis Ende vergangenen Jahres zu einer gewissen Beruhigung der Märkte bei. Als flankierende Bausteine zur Vermeidung außergewöhnlicher Schwankungen wurden zudem neue Schutzmechanismen beschlossen, die mit Beginn des laufenden Jahres zum Einsatz kommen können. Sinkt der China Securities Index (CSI) mit 300 füh-

renden Werten an den beiden Börsen in Shanghai und Shenzhen um mehr als fünf Prozent, ist erst eine 15-minütige Unterbrechung vorgesehen und dann bei einem Minus von mehr als sieben Prozent ein völliger Abbruch des Handels.

Fast könnte man meinen, die Märkte hätten geradezu auf den Praxistest gelauert. Denn schon in der ersten Januarwoche kamen die Kriterien zur Schließung der Börsen zu ihren ersten beiden Praxiseinsätzen. Binnen fünf Handelstagen haben die Auswirkungen der Börsenturbulenzen in China den Dax unter die Marke von 10000 gedrückt und einem erfolgreichen Aktienjahr 2016 damit schon eine hohe Hürde gesetzt, die bisherigen Verluste überhaupt wieder aufzufangen. Die vom chinesischen Aktienmarkt ausgehenden und für viele weltweite Börsen ansteckenden Erschütterungen haben jedenfalls gleich zum Jahresauftakt 2016 einmal mehr verdeutlicht, wie fragil die Marktverfassung ist, wie nervös die Märkte reagieren und wie volatil die Kursbewegungen sind. Und darauf haben gerade die sicherheitsorientierten deutschen Anleger nach wie vor wenig Lust und sind dementsprechend keine allzu großen Anhänger der direkten Aktienanlage.

Profitiert hat von dem betont sicherheitsorientierten Anlegerverhalten in Deutschland zweifellos die Fondsbranche. Insbesondere die Mischfonds, aber auch ETFs und Fondssparpläne erleben in der Niedrigzinsphase mit hoher Volatilität an den Märkten einen sichtbaren Aufschwung. Und in Zusammenarbeit mit der Assekuranz wird die fondsgebundene Produktvariante der Lebensversicherung immer mehr zum Standard.

Übrigens: Die Union Investment hat für ihre Fondssparpläne gerade den monatlichen Mindestanlagebetrag auf 25 Euro herabgesetzt und kündigt noch für dieses Jahr eine große Sparplan-Kampagne an. Ob es in der Genossenschaftsorganisation oder im Sparkassensektor in absehbarer Zeit auch ETF-Fondssparpläne geben wird? Es soll Sparkassen und Volksbanken geben, die sich dieses Produkt von ihren Fondsgesellschaften wünschen.

## Wiesbadener Volksbank

### Ein gediegenes Umfeld

Volks- und Raiffeisenbanken können sich ihre Klientel nur bedingt aussuchen. Trotz aller Errungenschaften des digitalen Zeitalters sind sie wegen der selbst gewählten Festlegung auf das Regionalprinzip maßgeblich auf die Chancen und Risiken der Marktbearbeitung in der Region angewiesen.

In Wiesbaden sind diese Bedingungen bekanntermaßen nicht schlecht. Die hessische Landeshauptstadt zählt seit vielen Jahren nicht nur im eigenen Bundesland, sondern bundesweit zu den wohlhabendsten Stadtkreisen und hat einen überdurchschnittlichen Kaufkraftindex. In diesem Sinne konnte sich die Wiesbadener Volksbank im Berichtsjahr 2014 einmal mehr auf ihre Kunden verlassen. Diese ermöglichten ihr bei allem Bankwettbewerb, wie ihn ein Ballungsraum wie Rhein-Main nun einmal bietet, ein auskömmliches Ergebnis. Umgekehrt dankt es die Bank der Hälfte ihrer rund 135 000 Kunden, die gleichzeitig Mitglieder sind, mit einer üppigen Dividende von unverändert 6 Prozent.

Dass in einem solchen Umfeld das Kundenkreditgeschäft mit einem Plus von 5,65 gut gelaufen ist und insbesondere das Baufinanzierungsgeschäft als Treiber hervorgehoben wird, ist nicht sonderlich überraschend. Und auch die deutliche Umsatzsteigerung im Wertpapiergeschäft, die mit einer eigens als Wertpapierberatungszentrum ausgebauten Niederlassung künftig möglichst noch verstärkt werden soll, passt in das Niedrigzinsumfeld. Bemerkenswert ist allerdings die Erhöhung der Sichteinlagen um satte 9,4 Prozent, die auch den Kundeneinlagen zu einem Anstieg um 3,2 Prozent verholfen hat.

13,3 Millionen Euro wird die Volksbank mit ihrer Bilanzsumme von gut 3,9 (3,65) Milliarden Euro den vorläufigen Zahlen nach als Jahresüberschuss 2014 ausweisen. Beim Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit bedeuten die 48,3 Millionen Euro einen Rückgang um 4,5 Prozent. In der Ertragsrechnung haben sowohl der Zinsüberschuss mit plus 2,8 Prozent auf 91,6 Millionen Euro als auch der Provisionsüberschuss mit plus 4,2 Prozent auf 25,4 Prozent spürbar zugelegt. Kritisch könnte man anmerken, dass auf der Kostenseite der Personalaufwand mit plus 6,6 Prozent auf 39,8 Millionen Euro und die Sachkosten mit plus 4,9 Prozent auf 16,6 Millionen Euro stärker gewachsen sind als die beiden wichtigsten Ertragskomponenten. Aber bei einer für eine genossenschaftliche Primärbank immer noch höchst beachtlichen Cost Income Ratio von 52 (50) Prozent wird man dem Institut zugutehalten dürfen, die Ertrags und Aufwandskomponenten je nach den Marktgegebenheiten auszutarieren. Im Personalbereich hat die Bank im Berichtsjahr neben der Aufstockung der Mitarbeiterzahl auf 622 (611) an der zinsbedingten Anpassung der Pensionsrückstellungen gearbeitet, die den Saldo der sonstigen betrieblichen Erträge und Aufwendungen auf minus 4,8 (nach minus 0,8) Millionen Euro haben anwachsen lassen. Und bei der Sachkostenentwicklung wird auf „regulatorisch bedingte Mehrkosten“ verwiesen. Das alles klingt beherrschbar und solide, ebenso wie die auf 20,8 Prozent gestiegene Gesamtkapitalquote.

## Investmentbanking I

### Der Kapitalmarkt ist tot, es lebe das Investmentbanking

2015 war ein gutes Jahr für das internationale Investmentbanking. Es war aber auch ein schlechtes Jahr für das Kapitalmarktgeschäft der Banken. Das mag komisch klingen, liegt aber daran, dass unter Investmentbanking klassisch das elitäre Beratungsgeschäft (M&A, Corporate Finance) zu verstehen ist. Für die Damen und Herren in den M&A-Abteilungen sind ihre Kollegen im Handel, der Kreditvergabe (Syndicated Loans) und dem Vertrieb (Sales) traditionell eher die „Handwerker“ und gehören in die Schublade der Kapitalmarktspezialisten.

Die Einnahmen der gesamten Branche, also aus M&A und Kapitalmarktgeschäft, betrugen nach Analysen von Thomson Reuters Dealogic im Jahr 2015 rund 75,5 Milliarden US-Dollar, was einem Rückgang gegenüber dem Vorjahr von nur 8 Prozent bedeutet. Vor dem Hintergrund der Negativschlagzeilen der Branche ist das auf den ersten Blick kein schlechtes Ergebnis. Auf den zweiten Blick fällt aber auf, dass die Jahresbilanz ganz maßgeblich von den enormen Einnahmen aus M&A-Transaktionen in Höhe von 23,4 Milliarden US-Dollar getragen wurde. Mit Fusionen und Übernahmen wurde das zweitbeste Ergebnis der Geschichte erzielt, nur noch übertroffen von den 29,2 Milliarden US-Dollar im Vor-Finanzkrisenjahr 2007. Deutlich rückläufig waren dagegen beispielsweise die Einnahmen aus Syndicated Loans (13,6 Milliarden), Aktienemissionen (Equity Capital Markets, 18,8 Milliarden) und neuen Anleihen (Debt Capital Markets, 19,8 Milliarden). In diesen drei Marktsegmenten haben die Ergebnisse gegenüber dem Vorjahr um 22, 12 beziehungsweise 8 Prozent nachgegeben.

Nach Anbietern differenziert stehen bei den Gesamteinnahmen auf den ersten fünf Plätzen US-Häuser: J.P. Morgan auf Rang eins mit 5,99 Milliarden US-Dollar, dicht gefolgt von Goldman Sachs mit 5,5 Milliarden US-Dollar. Auf dem sechsten Platz ist das erste europäische Haus zu finden, die Deutsche Bank. Ihr rechnet Dealogic knapp 3,4 Milliarden US-Dollar zu. Bei den neuen Bonds und Aktien lag die Deutsche Bank jeweils auf Platz sechs. Auch bei den M&A-Transaktionen nimmt die Frankfurter Bank den sechsten Platz ein, ihre Einnahmen sind aber mit 890 Millionen US-Dollar weit weg von den 2,7 Milliarden US-Dollar der Nummer eins, Goldman Sachs.

Auffällig ist, dass der Vorsprung der amerikanischen Häuser sehr stark aus dem riesigen heimischen Markt kommt, der noch dazu wesentlich hö-

here erzielbare Margen ermöglicht. Während es bei der Deutschen Bank in den USA 1,6 Milliarden US-Dollar zu vereinnahmen gab, die den Rang sechs einbrachten, waren es bei J.P. Morgan auf dem obersten Treppchen satte 3,9 Milliarden US-Dollar. In Europa hingegen lagen beide Häuser mit 1,1 (Deutsche Bank) und 1,3 Milliarden US-Dollar (J.P. Morgan) fast gleichauf. Ein ähnliches Bild gibt es bei den anderen europäischen Banken.

Was bei der Dealogic-Ausarbeitung nicht analysiert werden kann, sind die Ergebnisse aus dem Handel oder mit strukturierten Produkten und Derivaten, in diesen Segmenten fehlt die nötige Transparenz. Ebenfalls nicht berichtet werden die wirklichen Erträge nach Kosten. Einnahmen sind zwar schön und gut, aber am Ende zählt, was hängen bleibt. Gerade im Falle der Deutschen Bank und ihrem US-Investmentbanking-/Kapitalmarktgeschäft ist das momentan sehr ernüchternd. Der Bereich Corporate Banking & Securities der Bank weist einschließlich diverser Sonderfaktoren nach Q3 des Jahres 2015 einen Verlust vor Steuern von knapp 900 Millionen Euro aus. Den aktuellen Marktgegebenheiten nach hat Anshu Jain eine Bank mit zu viel Kapitalmarktgeschäft und zu wenig Investmentbanking hinterlassen, und er hat zu viel Geld in den Versuch der Eroberung des amerikanischen Marktes investiert. An dieser Stelle hat John Cryan viel Restrukturierungsarbeit vor sich.

## Investmentbanking II

### Mit Optimismus in den Kampf um Mandate

Mit einer ordentlichen Portion Optimismus und Ehrgeiz gehen die Investmentbanker der Bank of America Merrill Lynch (BoAML) in das Jahr 2016. Sie wollen als global aktive Investmentbank verstärkt von Crossborder-Transaktionen und von der Bereitschaft der Marktteilnehmer profitieren, ganz große Transaktionen zu stemmen. In einigen Industrien kommt es aus Sicht der BoAML zu einer Art „end game“, das heißt zu einer finalen Konsolidierungsrunde und der damit verbundenen Entstehung von Giganten. Dies ist beispielsweise im Chemiesektor zu sehen. Generell dürfte das Mergers & Acquisitions-Geschäft von akzeptablen Bewertungsniveaus weiter profitieren.

Optimismus herrscht auch für das Aktienemissionsgeschäft, selbst wenn das europäische Volumen für 2015 unter dem des Vorjahres liegen dürfte. Das größte Emissionsvolumen kam im vergangenen Jahr von Banken, die unter anderem aus regulatorischen Gründen erheblichen Kapitalbedarf hatten

und diesen durch Kapitalerhöhungen deckten. In Deutschland ging die pbb Deutsche Pfandbriefbank an den Markt und für 2016 ist ein Börsengang für die Postbank zumindest eine seriöse Option. Was sich bei den IPOs oder Kapitalerhöhungen erhöht hat, ist das Abwicklungstempo. Knapp 50 Prozent aller europäischen Transaktionen kamen in Form des beschleunigten Buchbildungsverfahrens (accelerated bookbuilding) an den Markt. Das bedeutet, dass für Emittenten und begleitende Banken das richtige Timing der Schlüssel zum Erfolg ist und bleiben wird. Und noch einen Rat haben die Investmentbanker für deutsche Unternehmen parat: Sie müssen sich auf „aktive“ Investoren einstellen, die einen massiven Einfluss auf die Geschäftsstrategie nehmen oder zumindest nehmen wollen. Den Trend zum „aktiven“ Investor gibt es schon länger in den Vereinigten Staaten. Hierbei gehen einige der Anleger mit ihrem Anliegen auch massiv an die Öffentlichkeit, um damit Druck auf die Unternehmensführung auszuüben. Aktivismus ist aus Sicht der Bank of America Merrill Lynch hoffähig geworden. Firmen sollten eine Verteidigungsstrategie parat haben und auch regelmäßig den Markt analysieren, ob mit einem entsprechenden Vorstoß zu rechnen ist.

Profitieren will die amerikanische Bank auch von der wachsenden Bedeutung der Digitalisierung für die Treasury-Abteilungen großer Unternehmen. Zugute kommt ihr dabei vor allem die steigende Zahl der Firmen, die ihr Geschäft in verschiedenen geografischen Zonen betreiben und folglich eine starke Vernetzung ihrer internationalen Aktivitäten brauchen. Hierzu gehören beispielsweise das globale Risikomanagement sowie die Liquiditätssteuerung und das Währungsmanagement. Geschäftliche Impulse darf sich die BoAML auch von neuen Finanzierungsformen und von der komplexer werdenden Einbindung der verschiedenen lokalen Zahlungsverkehrssysteme erwarten, die eine Verknüpfung bei „einer“ Bank fordert. Gerade hierzu bietet die digitale Welt Lösungen.

## Bankenregulierung I

### „Wuselbild“ – reif zur Überarbeitung

Vor rund zwei Jahren hat der grüne Europaabgeordnete Sven Giegold ein Schaubild präsentiert, wie künftig in Europa mit „scheiternden“ oder „gescheiterten“ Banken umgegangen werden soll. Die aufgezeigten Regelungen waren so vielfältig und komplex, dass er schon damals massive Zweifel äußerte, wie eine Umsetzung in der Praxis funktionieren soll. Ein Online-Portal prägte damals für die

Grafik den wunderbaren Begriff „Wuselbild“. Wer sich die Darstellung heute ansieht, findet sie mittlerweile wahrscheinlich sogar überschaubar. Denn die gültigen Regeln sind noch viel komplizierter geworden und können sich von Land zu Land unterscheiden. Dies zeigt sich beispielsweise am Thema TLAC und MREL. Durch entsprechende Vorgaben für Banken soll sichergestellt werden, dass im Bedarfsfalle ausreichend verlustabsorbierendes Kapital zur Verfügung steht, ohne die bestehenden Senior-Unsecured-Gläubiger zu stark mit ins Boot holen zu müssen. Gerade am Beispiel TLAC, deren Anforderungen für die global systemrelevanten Banken (in Deutschland derzeit nur die Deutsche Bank) gelten, zeigt sich ein verwunderliches Dilemma.

Der französische Staat hat in den letzten Dezembertagen 2015 die Schaffung von „Nachranganleihen light“ beschlossen, die in der Kapitalstruktur zwischen konventionellen Senior Unsecured Bonds und Tier-2-Nachrangtiteln angesiedelt sein werden. Vor allem für die vier global systemrelevanten französischen Banken stellt diese neue Bondvariante aus Sicht der Berenberg-Analysten eine interessante Alternative dar. BNP Paribas und die Société Générale veranschlagten im 2014er-Abschluss den Bedarf an zusätzlichen verlustabsorbierenden Passiva mit 34 beziehungsweise 20 Milliarden Euro. Crédit Agricole und Groupe BPCE haben angekündigt, sie wollen ihre TLAC-Anforderungen komplett über Eigenkapital und klassische Nachträge abdecken. In Frankreich gelten damit künftig klare Regeln, die neuen Titel werden teuer sein, aber damit sind die Halter der traditionellen unbesicherten Bankanleihen gut geschützt. Ganz anders in Deutschland: Hier hat der deutsche Gesetzgeber Ende vergangenen Jahres auf einen Schlag alle ausstehenden unbesicherten und unstrukturierten Schuldtitel ab 2017 de facto nachrangig zu sonstigen erstrangigen Verbindlichkeiten wie Einlagen von großen Firmen gestellt.

Damit stehen der Deutschen Bank rund 50 Milliarden an TLAC-fähigen ausstehenden Anleihen zur Verfügung. Sie kann sich zwar die hohen Kosten neuer Titel sparen, aber der Preis dafür, den der deutsche Bankensektor zahlen muss, ist hoch. Man muss damit rechnen, dass viele Investoren nicht mehr bereit sein werden, in normale Bankanleihen zu investieren, weil sie erwarten, im Falle von ernststen Schwierigkeiten der entsprechenden Bank massiv am Bail-in beteiligt zu werden. Bisher konnten sie beim Kauf davon ausgehen, mit den Einlagenkunden gleichgestellt zu sein.

Durch solche unterschiedlichen nationalen Detailregelungen werden einheitliche europäische Marktbedingungen untergraben und den Investo-

ren wird es schwer gemacht, die Risiken zu identifizieren. Dass dies wehtut, zeigen immer mehr Beispiele: Deutsche Banken haben es zunehmend schwerer, sich über traditionelle Bankanleihen Fremdkapital zu beschaffen. Ein Bail-in ist vom Gesetzgeber und den Aufsehern gewünscht. Aber ob es diese nationalen Unterschiede in der Umsetzung geben darf?

## Bankenregulierung II

### Antizyklischer Kapitalpuffer für Deutschland

Ab dem 1. Januar 2016 steht mit dem antizyklischen Kapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer – CCB) ein weiteres makroprudenzielles Instrument für den Bankensektor zur Verfügung. Damit sollen in Zeiten übermäßiger Kreditvergabe zusätzliche Eigenmittel aufgebaut werden, die im Krisenfall zur Verlustabsorption genutzt werden können. Ziel ist die Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Bankensystems gegenüber zyklischen systemischen Risiken aus unangemessener Kreditvergabe. Der CCB kann zwischen 0 und 2,5 Prozent liegen und in Schritten von 0,25 Prozentpunkten angepasst werden. Was im November vergangenen Jahres noch recht abstrakt im Finanzstabilitätsbericht 2015 der Deutschen Bundesbank beschrieben ist, gehört hierzulande inzwischen zum normalen Regulierungsinstrumentarium. Mitte Dezember vergangenen Jahres hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mit Wirkung zum 1. Januar 2016 erstmals einen antizyklischen Kapitalpuffer festgelegt.

Dass aus der Kreditwirtschaft bisher kein Aufschrei zu hören ist und viele Banker diese zusätzliche Eigenkapitalhürde, die künftig neben dem ohnehin aufzubauenden Kapitalerhaltungspuffer auch noch zu beachten sein wird, überhaupt noch nicht wahrgenommen haben dürften, liegt an der momentanen Höhe des hinzukommenden Kapitalpuffers. Diese beträgt derzeit null Prozent, weil die untersuchten Indikatoren für die BaFin aktuell keine übermäßige Kreditvergabe in Deutschland erkennen lassen. Für die Zukunft muss das aber nicht so bleiben. Denn die BaFin wird künftig vierteljährlich überprüfen, ob der gültige Wert angesichts der aktuellen Risikolage und Kreditentwicklung noch angemessen ist. Bei einer eventuell erforderlichen Anpassung stützt sie sich auf die Daten der Deutschen Bundesbank und auch die EZB ist im Rahmen des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus SSM in die Entscheidungsfindung eingebunden. Ferner berücksichtigt die BaFin die Empfehlungen des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS).