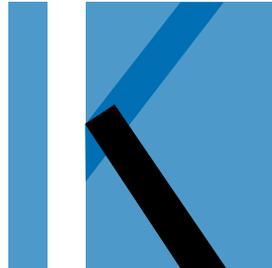


Zeitschrift
für das gesamte
Kreditwesen

Pflichtblatt der
Frankfurter Wertpapierbörse

Fritz Knapp Verlag
ISSN 0341 4019



68. Jahrgang
15. September 2015

18-2015



True Sale 2015

Kredittransfer und Verbriefungen – die Säulen der EU-Kapitalmarktunion





Genossenschaftliche FinanzGruppe
Volksbanken Raiffeisenbanken



DIE BANK MIT DER KRAFT VON 1.000 BANKEN. UND „AA-“ BONITÄT.

Stabilität, Sicherheit, Wachstum: Als Spitzeninstitut der Genossenschaftlichen FinanzGruppe Volksbanken Raiffeisenbanken steht die DZ BANK für nachhaltiges und beständiges Banking. Eine Positionierung, die sich seit Jahren bewährt und in bewegten Zeiten bestätigt hat. Das sehen auch die Ratingagenturen Standard & Poor's und FitchRatings so, die das Langfrustrating der Genossenschaftlichen FinanzGruppe mit „AA-“ bewerten. So können Sie bei Ihren Geschäften auf eines der besten Bankenratings Europas, einen starken Verbund und ein exzellentes Allfinanzangebot vertrauen. Erfahren Sie mehr unter » www.dzbank.de

 **DZ BANK**
Zusammen geht mehr.

Zeitschrift
für das gesamte

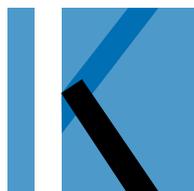
Kreditwesen

Gegründet von
Dr. Walter Hofmann
Fritz Knapp
Dr. Volkmar Muthesius

Pflichtblatt der
Frankfurter Wertpapierbörse

68. Jahrgang
Heft 18
15. September 2015

Herausgegeben von
Prof. Dr. Jörg-E. Cramer
Prof. Dr. Andreas Dombret
Hans-Michael Heitmüller
Jürgen Hilse
Dr. Siegfried Jaschinski
Wolfgang Kirsch
Klaus-Friedrich Otto
Prof. Dr. Bernd Rudolph
Hans Wagener
Dr. Herbert Walter



Leitartikel

Berthold Morschhäuser
Verbriefungen: Glanzvolles oder verkorkstes Comeback? 852

Gespräch des Tages

Zahlungsverkehr: Jeder für sich allein · 854
Bankenaufsicht: Das richtige Wort 854
WGZ Bank: Ärger über die europäische Bankenabgabe 855
Rechtsrisiken: Beim Kulturwandel mit gutem Beispiel vorangehen 856
Asset Management: Kein Entweder-oder 857

Kreditwesen aktuell

Andreas Dombret
Aussitzen ausgeschlossen: Was bedeutet Digitalisierung für den Bankensektor in Deutschland? 860

Felix Hufeld
Cyberisiken – ein Thema für deutsche Banken? 865

Schwerpunkt TSI

Michael Meister
Die neue Rolle von Verbriefungen in Deutschland und Europa 869

Jeromin Zettelmeyer / Bastian Alm
Erfolgsvoraussetzungen der privaten Infrastrukturfinanzierung 872

Alexander Batchvarov
Securitisation – its revival depends on a level playing field 875

Martin Kaiser / Sandra Wittinghofer
Die Europäische Kapitalmarktunion – eine Chance für Verbriefungen „made in Germany“ 879

Sascha Chevalier / Florian Hummel
Verbriefung von Handelsforderungen – SST-Verbriefungen als wichtiger Baustein der Kapitalmarktunion 884

Frank Cerveny / Stefan Krauss
Warum synthetische Verbriefungen für eine funktionierende Kapitalmarktunion bedeutsam sind 889

Sebastian Wulff
Schuldscheindarlehen und Vorschläge europäischer Standards für Privatplatzierungen 896

Börsen

Start Nasdaq Futures · Deutsche Börse: eigene Aktien · Tradegate und Ullink · HSBC France: Eurex OTC Clear · Euronext: Israelische Händler · Wiener Börse: Bundesanleihen · Regis-TR: Registered Reporting Mechanism · Deutsche Börse Venture Network 901

Vermerkt

Bankenchronik 858
Personalien 859
Kreditwesen-Weintipp 900
Zentralbanken 902
Bücher 905
Impressum 862

Verbriefungen: Glanzvolles oder verkorkstes Comeback?



Berthold Morschhäuser

Wer dieser Tage die Wirtschaftsmedien verfolgt, staunt nicht schlecht. Ganz behutsam und bislang vergleichsweise nüchtern kommentiert, lässt sich die Wiederentdeckung der Verbriefung erleben, also ausgerechnet jenes Kapitalmarktinstrumentes, das noch vor wenigen Jahren als Teufelszeug und als einer der wesentlichen Auslöser der Finanzmarktkrise gebrandmarkt wurde. Auf breiter Basis eingeläutet worden ist die Renaissance der Verbriefung bereits im Frühjahr des vergangenen Jahres, als die EZB und

die Bank of England mit einem gemeinsamen Papier hatten aufhorchen lassen. Darin wurde ausdrücklich zu einer differenzierten Betrachtung der Verbriefung ermuntert und die Bedeutung dieses Instrumentes für eine Weiterentwicklung der Kapitalmärkte betont. Als dann die EU-Kommission Mitte Februar dieses Jahres in ihrem Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion ganz explizit die Bedeutung hochwertiger Verbriefungen für die Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen herausstellte, durfte sich die europäische Verbriefungsbranche fast schon rehabilitiert fühlen.

Insbesondere die hiesige Szene mit der True Sale International GmbH als unermüdlichem Interessenvertreter konnte hoch erfreut zur Kenntnis nehmen, dass sich die EU-Kommission dafür stark machte, möglichst schnell Kriterien für einfache (simple), transparente (transparent) und standardisierte (standardised) Qualitätsverbriefungen zu entwickeln (sogenannte STS-Verbriefungen). Auf europäischer Ebene hat die EU-Kommission diese Aufgabe an die europäische Bankenaufsicht EBA gerichtet. Nach einer Anhörung im Frühjahr liegt seit Anfang Juli der „EBA report on qualifying securitisation“ vor. Und seit August kursiert in der Branche ein darauf gründender Gesetzesentwurf, den der zuständige Kommissar Jonathan Hill noch bis Ende September 2015 in der endgültigen Fassung dem Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat vorlegen will.

Auf den ersten Blick scheint politisch also alles gerichtet für die Revitalisierung des europäischen Verbriefungsmarktes. Es gibt den Willen und die positive Grundhaltung der EU-Kommission, das Instrument im Rahmen der Kapitalmarktunion als wichtiges Element der Unternehmensfinanzierung zu nutzen. Auf nationaler Ebene ist ein Wohlwollen im Bundeswirtschafts- und im Bundesfinanzministerium zu registrieren, das Potenzial der Qualitätsverbriefung vorbehaltlos zu prüfen und auszuschöpfen (das unterstreichen auch Beiträge dieses Heftes). Und zum wiederholten Male hat sich zudem die Bundesbank positiv geäußert. Schon Anfang dieses Jahres und kürzlich erneut hat das für die Bankenaufsicht zuständige Vorstandsmitglied Andreas Dombret Sympathie für hochwertige STS-Verbriefungen bekundet.

Von der Grundidee her entspricht das europäische Qualitätssegment für Verbriefungen genau der Marschroute, die hierzulande schon seit Jahren propagiert wird und etwa in das Gütesiegel Certified by TSI – deutscher Verbriefungsstandard mündete. Gleichwohl ist am Markt und seitens der TSI als seiner Interessenvertretung schon mit Bekanntwerden der EBA-Kriterien für STS-Verbriefungen viel von der Euphorie verfliegen. Seitdem der Verordnungsentwurf der EU-Kommission unter den Interessengruppen kursiert, hat sich gar eine gewisse Enttäuschung breit gemacht. Denn die Praktiker melden erhebliche Zweifel an, dass der vorliegende Kriterienkatalog für die High-Quality-Verbriefungen der Finanzierung der europäischen Wirtschaft die erhofften Impulse geben kann. Im Gegenteil: Teilweise wird im Licht der vorliegenden Beschlussgrundlagen befürchtet, dass die Verbriefung von anderen Instrumenten wie Covered Bonds, Kreditfonds oder Schuldscheindarlehen schlicht verdrängt wird.

Bemängelt wird an vielen Stellen der Papiere von EBA- und EU-Kommission die Anhäufung von unbestimmten Rechtsbegriffen, die bei Originatoren und Investoren eine erhebliche

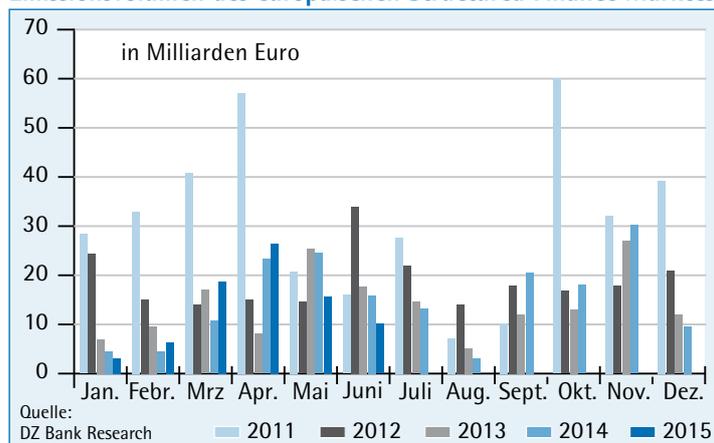
Unsicherheit rund um die mit so viel Optimismus propagierten STS-Verbriefungen schürt. Hinzu kommen einige gegenüber dem Status quo veränderte Auflagen, die unter einem nüchternen Kosten-/Nutzenkalkül die Verbriefungsaktivitäten der bisherigen Marktteilnehmer massiv beschneiden könnten. Konkret wird etwa befürchtet, die vorgesehene Begrenzung der Laufzeit der Underlyings bei ABCPs auf ein Jahr sowie die absehbare Erhöhung der geforderten Eigenkapitalunterlegung für granulare Portfolios könnte die hierzulande so erfolgreich laufenden Verbriefungsaktivitäten der Automobilindustrie massiv infrage stellen. Sollten sich auch Finanzierungen von Banken für kleine und mittlere Unternehmen, wie es die TSI befürchtet, nicht als Underlying für STS-Verbriefungen qualifizieren können, wäre damit in der Tat eine der tragenden Hoffnungen der Politik infrage gestellt, nämlich die allseits propagierte Forcierung der KMU-Finanzierung. Hierzulande kommt noch die Unsicherheit über die gewerbesteuerliche Behandlung der Verbriefung sowie über die anzuwendenden Regelungen für noch laufende Verträgen im Insolvenzrecht hinzu – beides Felder, in denen die hiesige Branche kein Level Playing Field gewährleistet sieht.

Hochgradig irritiert ist die Branche schließlich bezüglich der in dem Verordnungsentwurf der EU-Kommission geforderten Garantieverprechen von Originatoren und Sponsoren. Wer STS-Verbriefungen emittiert oder vertreibt, so heißt das im Klartext, muss dafür geradestehen, dass seine Produkte auch die vorgegebenen Qualitätskriterien erfüllen. Sollte sich das, etwa bei späterer Nachprüfung durch die Aufsicht, als falsch erweisen, kann die ESMA empfindliche Strafen verhängen. An sich klingt diese Art der Selbstzertifizierung durchaus vernünftig. Aber je unklarer die Kriterien für eine eindeutige Zuordnung sind, umso unsicherer und vorsichtiger werden die Marktakteure agieren.

All diese Kritikpunkte hat die hiesige Verbriefungsbranche – von der stark involvierten Autoindustrie über den BDI und die TSI bis hin zu den direkt in die Gestaltung von Verbriefungsstransaktionen involvierten internationa-

len Anwaltskanzleien – längst vorgetragen. Direkt bei der EU-Kommission oder über ihre hiesigen Kommunikationskanäle im Finanzministerium erhofft sie sich bis zu der Ende September anstehenden Endfassung der Verordnung der EU-Kommission noch Änderungen in ihrem Sinne. Inwieweit diese verdeckte, weil eigentlich gar nicht mehr vorgesehene Konsultationsrunde noch Auswirkungen haben kann, ist derzeit kaum verlässlich abzuschätzen. Einen gewissen Spielraum für Nachbesserungen seitens der deutschen und europäischen Politik und der Regulatoren scheint es aber noch zu geben. Selbst die EBA signalisiert Gesprächsbereitschaft, beispielsweise über eine mögliche Aufnahme von geeigneten synthetischen Verbriefungen in das STS-Segment, also einer Variante, die im bisherigen Entwurf ausdrücklich ausgeschlossen wird. Die grundsätzlich positiv gestimmte EU-Kommission will sich ohnehin

Emissionsvolumen des europäischen Structured Finance Marktes



sicher nicht nachsagen lassen, dass das von ihr ins Spiel gebrachte Instrument der Qualitätsverbriefung in seiner praktischen Ausgestaltung nicht funktioniert. Sie muss dabei freilich im Auge haben, was sich dem Europäischen Parlament und dem EU-Rat vermitteln lässt.

Entscheidend wird ohnehin die praktische Umsetzung der neuen Rahmenbedingungen für die europäische Qualitätsverbriefung sein. Vielleicht führt der Maßstab einer nachhaltigen Finanzierung der Realwirtschaft ja doch noch zu einem evolutionären Prozess, der sowohl dem Schutzbedürfnis von Politik und Regulatoren als auch den Interessen der Verbriefungsbranche gerecht wird. Einen weiteren Fehlschlag, so wissen alle Beteiligten, wird die Verbriefung nicht verkraften.

Zahlungsverkehr

Jeder für sich allein

Start-ups sind zarte Pflänzchen, die sich entwickeln müssen und entwickeln dürfen. So hat es BaFin-Präsident Felix Hufeld auf der Bankenaufsichtskonferenz der Deutschen Bundesbank verständnisvoll formuliert. Hoffentlich sieht das die deutsche Kreditwirtschaft in Sachen Paydirekt auch so. Denn im Grunde genommen ist die deutsche Paypal-Konkurrenz eine gute Idee und auch richtig konzipiert. Als reiner Produktlieferant soll das IT-Start-up, wie Geschäftsführer Niklas Bartelt es formuliert, die deutschen Banken und Sparkassen endlich dahin bringen, wo andere schon lange sind: nämlich an die PoS im Online-Handel. Angesichts der wachsenden Bedeutung der Käufe im Internet ist das wahrlich überfällig. 28 Prozent der Umsätze im Online-Handel werden laut EHI per Rechnung beglichen, 21,8 Prozent mit Lastschrift und dann folgt schon Paypal mit 20,2 Prozent vor der Kreditkarte, dem Ratenkauf oder der Sofortüberweisung.

Doch wie in der Vergangenheit schon häufiger zu beobachten, tun sich die verschiedenen Bankengruppen mit Gemeinsamkeit ein wenig schwer. Gegönnt wird nichts, und schon gar nicht dem Konkurrenten. Das erschwert natürlich auch den Start von Paydirekt. War da zunächst nur die schwierige Positionierung in der Öffentlichkeit durch Restriktionen bei Öffentlichkeitsarbeit und Marketing, kam dann Anfang September ein ziemlicher Hieb von den deutschen Sparkassen, die sich dem Zug Paydirekt erst sehr zögerlich und spät angeschlossen haben und ihren Kunden, anders als die Großbanken und genossenschaftlichen Institute, Paydirekt nicht schon zum Weihnachtsgeschäft anzubieten, sondern erst im Frühjahr 2016.

Unter anderem dieses Zögern hat DSGVO-Vorstandsmitglied Ludger Gooßens seinen Kopf gekostet, auch wenn Sparkassen-Präsident Georg Fahrenschon nun versucht, die Zurückhaltung mit Sicherheitsbedenken zu begründen: „Angesichts der Marktverteilung geht es los, wenn wir mitmachen! Wir legen dabei allergrößten Wert auf Sicherheit und Qualität. Deshalb müssen die neuesten Verschlüsselungstechnologien eingesetzt und umfangreich getestet werden – auch um den Preis, dass das Zeit kostet. Deshalb raten wir dazu, in diesem Jahr zunächst die bereits fertigen Anwendungen umfangreich mit Mitarbeitern und einzelnen Instituten zu testen.“ Auf Nachfrage, dass das System so unsicher doch nicht sein könne, wenn die großen Banken und die Genossenschaftsbanken es schon nutzten, kam es dann noch dicker, Fahrenschon antwortete, dass es jedem selbst überlassen

bleibe, ein unsicheres System zu nutzen. So sorgt man für Vertrauen im Markt und für Zuneigung unter den Kollegen/Konkurrenten.

Entscheidend für jedes Zahlungsmittel ist die Akzeptanz – auf der Händler- wie auf der Kunden- seite. Mit Blick auf die Kunden ist jeder wie auch immer geartete Wettbewerb unter den das System promotenden Banken natürlich schwierig. Aber er ist noch systemimmanent. Denn solange hinter jedem Paydirekt-Account nur ein Konto hinterlegt werden kann, wird jeder für sich allein und bei seinen Kunden kämpfen. Eine gemeinsame Strategie muss da ein Stück weit auf der Strecke bleiben. Und auch bei der Akzeptanz auf Händlerseite hängt viel vom Verhandlungsgeschick und der Nachgiebigkeit der Kreditwirtschaft ab. Denn Paydirekt wird sich gegenüber Paypal nur durchsetzen, wenn es billiger und sicherer ist, dazu benutzerfreundlicher und schneller.

All das wird zugesichert. Doch da die Preisverhandlungen bilateral erfolgen müssen, wird sich erst noch herausstellen, ob man überall zwischen den Banken und den Händlern Einigkeit erzielen kann. Denn die Marktmacht großer Konzerne wie Metro/ Rewe und erst recht Amazon ist natürlich enorm. Ein Online-Zahlungsverfahren ohne Amazon hat sicherlich keine Zukunft. Gleichzeitig funktioniert ein solches System nur, wenn Einigkeit zwischen allen Parteien erzielt wird, denn ansonsten droht Kunden einzelner Banken oder Bankengruppen die Ausgrenzung. Auch das käme einem Todesstoß gleich. Es bleibt zu hoffen, dass die deutsche Kreditwirtschaft Eigeninteressen hintenanstellt, um die gute Idee und das gute Produkt Paydirekt nicht von Anfang an zweifelhaft zu machen.

Bankenaufsicht

Das richtige Wort

Der Aufbau eines einheitlichen Bankenaufsichtregimes in Europa ist nicht einfach und erfordert von allen Beteiligten immer wieder viel Fingerspitzengefühl. Denn natürlich bedeutet mehr Harmonisierung auf der einen Seite mehr Verzicht auf der anderen Seite. Verzicht auf Souveränitäten, Verzicht auf eingeführte Standards, Verzicht auf einfache Gewohnheiten. Das sorgt nicht immer für Zufriedenheit und regt zum Widerstand an. Das bekommt nun auch das deutsche Bundesfinanzministerium zu spüren, das sich derzeit mit der Umsetzung der BRRD in nationales Recht, namentlich dem Abwicklungsmechanismusgesetz, abmüht. Schon der erste Entwurf zog sich den Unmut der Deutschen Kreditwirtschaft (DK) zu, die aufgrund

der geplanten „Nachrangigkeit“ von Bankanleihen gegenüber Einlagen und Schuldverschreibungen massive Probleme bei der Refinanzierung befürchtete, da Investoren dieses Instrument meiden könnten. Zudem ließ die EZB umgehend verlauten, dass nachrangige Anleihen nicht mehr repofähig seien. Aufgrund der Struktur des deutschen Bankenmarktes mit einem großen Anteil an Bankkrediten bei der Finanzierung der Realwirtschaft wäre das für die Branche natürlich ein schwerer Schlag. Und auch die Erfüllung der zusätzlichen Anforderungen nach MREL wird dadurch schwerer und vor allem teurer. Mittlerweile liegt ein neuer Vorschlag des BMF zur Diskussion vor, in dem der Wunsch der DK nach einem „Privilegierungswortlaut“ berücksichtigt wurde: Bankanleihen sind demzufolge nicht mehr „nachrangig“ gegenüber Schuldscheinen und Einlagen, sondern Einlagen seien „vorrangig“.

Druck auf das BMF kommt aber nicht nur von der DK, sondern auch die Europäische Zentralbank zeigt sich derzeit keineswegs zufrieden mit den Umsetzungsbemühungen in Deutschland und sieht sich sogar zu öffentlicher Kritik veranlasst. „Die Mitgliedsstaaten sollten zur Kenntnis nehmen, dass seit Einführung des SSM die neuen Befugnisse der EZB beim Erlass künftiger Banken- beziehungsweise Aufsichtsvorschriften angemessen berücksichtigt werden müssen“, hieß es hierzu von der zentralen Bankenaufsichtsbehörde. Ansonsten könnte die Schaffung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen erheblich behindert werden, wird quasi als drohender Zeigefinger noch hinterhergeschoben.

Was war passiert? Der deutsche Gesetzesentwurf überträgt unter anderem Zuständigkeiten für den Erlass von Vorschriften für das Risikomanagement und Banken-Rettungspläne auf das Bundesfinanzministerium. Bisher war das Sache der deutschen Finanzaufsichtsbehörde BaFin.

Sowohl die Diskussion um Nach- und Vorrangigkeit als auch um die Zuständigkeit zeigt, wie wichtig in Europa die richtige Wortwahl ist. Aber ist es am Ende nicht doch nur Wortklauberei? Die EZB drängt auf die Haftungskaskade, der zufolge Gläubiger in unterschiedlicher Rangfolge künftig bei Bankenschieflagen haften sollen. Von daher wird an einem wie auch immer gearteten Bail-in der Bankanleihen kaum ein Weg vorbeiführen. Daran werden auch „Privilegierungsformulierungen“ nicht viel ändern. Hinzu kommt, dass TLAC die „Nachrangigkeit“ explizit vorschreibt, weshalb die Deutsche Bank und mitunter auch die Commerzbank, die auch noch unter das TLAC-Regime rutschen könnten, obwohl sie kein G-SIFI ist, auf die Nachrangigkeit von Bankanleihen geradezu drängen müssen, wollen sie von den Kosten nicht erdrückt werden. Und ob das Finanzministerium direkt die Erlasse aussprechen darf, oder ob es die „Unterabteilung“

BaFin tut, was der EZB offensichtlich lieber wäre, ist am Ende zwar eigentlich das Gleiche. Aber eben doch nicht ganz.

WGZ Bank

Ärger über die europäische Bankenabgabe

Bei der WGZ Bank wird immer noch mit der europäischen Bankenabgabe gehadert. Dass er sein Haus und den gesamten genossenschaftlichen Verbund zu Unrecht von der europäischen Bankenabgabe betroffen sieht, hatte Bernd Wolberg schon bei der Vorstellung des Jahresergebnisses 2014 deutlich gemacht. Aber die Auswirkungen der neuen Abgabe nun erstmals in einem Halbjahresabschluss niedergeschrieben zu sehen und der Öffentlichkeit präsentieren zu müssen, gab dem Vorstandsvorsitzenden der WGZ Bank noch einmal einen emotionalen Schub.

Hörbar engagiert kündigte er an, die wettbewerbspolitischen und steuerlichen Auswirkungen der Abgabe unter Einbeziehung externen Sachverständigen prüfen zu lassen, um dann im Lichte dieser Ergebnisse gegebenenfalls sogar rechtliche Schritte zu erwägen. Ob die Bank letztlich so weit gehen würde, das gesamte Paket, also die Anerkennung der Institutssicherung bei Einbeziehung des Genossenschaftssektors in die Bankenabgabe noch einmal aufschnüren zu wollen? Es bleibt im jetzigen Stadium im Unklaren, worauf die Bank mit ihrer Ankündigung hinauswill.

Um welche Dimensionen an neuer Abgabenbelastung es geht, lässt sich allerdings unschwer der Halbjahresberichterstattung der WGZ Bank entnehmen. Allein für den europäischen Abwicklungsfonds (40 Millionen Euro) und für die Abgabe an die BRV-Sicherungseinrichtung (knapp 20 Millionen Euro) sind in der Gruppe im ersten Halbjahr dieses Jahres rund 60 Millionen Euro angefallen. Während Letztere ohne jedes Wenn und Aber als solidarische Verpflichtung innerhalb der genossenschaftlichen Finanzgruppe akzeptiert werden, ärgert sich Wolberg nach wie vor über den „ordnungspolitischen Missgriff“ der europäischen Bankenabgabe, mit der er seine Bankengruppe unter völliger Missachtung der Proportionalität unangemessen hoch in Sippenhaftung genommen sieht. Im ersten Halbjahr vergangenen Jahres waren für deutsche Bankenabgabe und den BSR Sicherungsfonds lediglich 12,5 Millionen Euro verbucht.

Dass sich der Verwaltungsaufwand der WGZ-Gruppe im ersten Halbjahr 2015 gleich um satte

49,5 Millionen Euro beziehungsweise 34,5 Prozent auf 192,9 Millionen Euro erhöhte, ist zum Teil allerdings den aktuellen Weisungen der Wirtschaftsprüfer zuzuschreiben. Deren Auslegungen sehen vor, die Jahresbeiträge zum Europäischen Abwicklungsfonds komplett und nicht zeitanteilig – sprich mit dem Wertansatz für das erste Halbjahr – in den ersten testierten Jahresabschluss aufzunehmen. Weil die WGZ Bank wie übrigens viele andere Banken auch mit den Beiträgen zur BVR-Sicherungseinrichtung ebenso verfahren ist, wurde der Verwaltungsaufwand in den ersten sechs Monaten 2015 um mehr als ein Drittel hochgetrieben. Folgerichtig schnellte auch die Cost Income Ratio von 36,5 Prozent auf 45,0 Prozent hoch und ist für den aktuellen Halbjahresabschluss gegenüber dem Vorjahreswert verzerrt. Zum Vergleich: Hätten für die beiden Abgaben unveränderte Sätze und Buchungsmodalitäten gegolten wie im Vorjahr, wären die Verwaltungsaufwendungen um überschaubare 2,4 Prozent gestiegen und die Cost Income Ratio wäre auf 34,2 Prozent zurückgegangen.

Nun lässt die Bank bis Mitte Dezember 2015 von dem ehemaligen Vorsitzenden der Monopolkommission, Justus Haucap, prüfen, wie die Abgaben zum europäischen Abwicklungsfonds wettbewerbs- und ordnungspolitisch einzustufen sind. Parallel dazu wird mit externem Beistand ermittelt, ob und inwieweit es mit der auf politischer Ebene vereinbarten Gleichbehandlung wirklich vereinbar sein kann, wenn die europäische Bankenabgabe hierzulande steuerlich nicht abzugsfähig ist, wohl aber in anderen europäischen Ländern. Von den Ergebnissen beider Prüfungen will es die Bank dann abhängig machen, ob sie aus der Verantwortung gegenüber ihren Eigentümern heraus letztlich den Rechtsweg bestreiten will. Das steuerpolitische Level Playing Field dürfte dabei die Hauptstoßrichtung sein, mit der die Bank zumindest die Höhe der künftigen Abgabenbelastung drücken will.

Mit dem Halbjahresergebnis 2015 von 173,1 (177,2) Millionen Euro darf die WGZ Bank gleichwohl „unter den gegebenen Umständen ausgesprochen zufrieden“ sein. Profitiert hat sie dabei von der nach wie vor äußerst geringen Risikovorsorge im Kreditgeschäft. Für das erste Halbjahr 2015 wurde sogar ein Erlös von 18 Millionen Euro ausgewiesen. Mit einem Plus von 7,1 Prozent lag auch der Zinsüberschuss, dank eines florierenden Neugeschäftes der WL Bank, über dem Vergleichswert des Vorjahres. Zwar ist neben den geschilderten Belastungen durch die Verwaltungsaufwendungen auch der Provisionsüberschuss der Gruppe um 19,2 Prozent oder 6,4 Millionen Euro auf 27,0 Millionen Euro gesunken und das Handelsergebnis hat sich auf 98,1 (167,9) Millionen Euro vermindert. Doch das um gut 75 Millionen Euro auf minus

16,4 Millionen Euro verbesserte Finanzanlageergebnis hat dazu beigetragen, den Konzernüberschuss des Vorjahres fast wieder zu erreichen.

Rechtsrisiken

Beim Kulturwandel mit gutem Beispiel vorangehen

Es mag abgedroschen klingen, aber zum erfolgreichen Betreiben von Bankgeschäften gehört Vertrauen. Anspruch darauf haben jedoch nicht nur die privaten und institutionellen Kunden der Banken, sondern auch die Kreditinstitute selber. Gerade das Vertrauen in die Staaten als Gesetzgeber aber wird mehr und mehr erschüttert. Es geht hier unter anderem um wahlkampfmotiviert Änderungen von Gesetzen zulasten der Banken, in der Regel den ausländischen Marktteilnehmern im Lande.

Angefangen hat damit, mitten in der Finanzkrise, die ungarische Regierung, die es Bankkunden ermöglichte, ihren Verpflichtungen aus Fremdwährungskrediten in erheblichem Umfang zu entkommen. Den niedrigen Schweizer Franken- oder Euro-Krediten konnten ungarische Bankkunden nämlich nicht widerstehen, die entsprechenden Währungsverschiebungen nach der Freigabe des Frankenkurses stellten sie vor massive Herausforderungen. Die Erlösung sollten die Banken in Form eines Umtausches bringen, als diese sich aber sträubten, wurden die Daumenschrauben über Bankenabgabe und ähnliche Belastungen angezogen.

Auch das österreichische Bundesland Kärnten wollte die Probleme der Heta in erster Linie auf die ausländischen Gläubiger abwälzen. Zum Glück wurden diese Versuche vom bundeseigenen Verfassungsgericht in Wien ausgebremst. Die amerikanische Regierung finanziert ihren Haushalt seit Jahren wunderbar über enorme Strafzahlungen der Kreditwirtschaft – der heimischen, aber vor allem auch der ausländischen. Und die deutsche Regierung hat sich mit ihrem ersten Vorschlag zur Umsetzung der europäischen Bail-in-Regelungen in nationales Recht, die eine Schlechterstellung von Anleihe- gegenüber Schuldscheingläubigern vorsah, auch nicht an bestehende Regelungen gehalten.

Nun kommen noch die Polen. Ähnlich wie in Ungarn geht es auch hier um Bankkunden, die sich als besonders schlau erweisen wollten und ehe dem günstige Fremdwährungskredite in Schweizer Franken abgeschlossen haben. Das Währungsrisiko wurde ausgeblendet, von den Kunden selbst, aber

offensichtlich auch von den sie beratenden Banken. Die Folge: Durch den Verfall des Zloty-Kurses wird die Bedienung der Schuldenlast schwer. Und wie in Ungarn soll dafür nun die Bankenbranche aufkommen. Schätzungen zufolge stehen rund 34 Milliarden Euro an entsprechenden Krediten im Feuer, die zu für die Kunden vorteilhaften Kursen in Zloty gewechselt werden sollen. Ursprünglich sollten die Kosten des Umtausches die Kunden und Banken zu gleichen Teilen tragen, dann wurde die Bankenquote auf 80 bis 90 Prozent hochgesetzt. Es scheint, als sollte vor den im Oktober anstehenden Parlamentswahlen den Wählern schnell noch ein „Geschenk“ gemacht werden. Fast risikolos, denn in Polen sind 60 Prozent des Bankenmarktes in Händen ausländischer Institute, darunter der Commerzbank mit ihrer Tochter M-Bank. Die M-Bank ist mit einem Schweizer-Franken-Kreditvolumen von gut 5 Milliarden Euro am zweitstärksten betroffen.

Was folgte, war der laute Aufschrei der ausländischen Kreditwirtschaft. Zu Recht und offensichtlich mit Erfolg! Denn mittlerweile scheint die Diskussion wieder auf eine hälftige Lösung hinauszulaufen. Erstaunlicherweise scheinen sich die Banken damit sogar einverstanden zu erklären.

Wie auch immer: Alle Beispiele zeigen, wie Regierungen in bestehende vertragliche oder gesetzliche Regelungen eingreifen. Wer von den Banken aber den nötigen Kulturwandel einfordert, sollte mit gutem Beispiel vorangehen. Ein Schritt dazu ist die Einhaltung bestehender Rechtsnormen und das Akzeptieren vertraglicher Regelungen. Sonst wird jedem vernünftigen und berechenbaren Geschäftsgewinnen der Boden entzogen.

Asset Management

Kein Entweder-oder

Im Asset Management nimmt seit wenigen Jahren ein Wandel unaufhaltsam seinen Lauf. Zwar ist im Rauschen der ständig wechselnden Kapitalmarkt-Krisenthemen (erst dominierten Griechenland und die Zentralbankpolitik, jetzt China) die Beschäftigung mit manch anderem Thema eher in den Hintergrund getreten, doch passive Kapitalanlagen gewinnen seit der Finanzkrise an Bedeutung. Und das könnte aktive Portfolio Manager auch in Europa beziehungsweise Deutschland zukünftig zunehmend unter Druck setzen. Bei der Entwicklung hin zu passiven Produkten sind die USA wieder einmal Vorreiter: Hier machen ETFs inzwischen 12 Prozent des Volumens aller Publikumsfonds aus – mit steigender Tendenz. Nach Zahlen von Lyxor hat jedoch

auch der europäische ETF-Markt seinen positiven Trend im laufenden Jahr fortgesetzt. Im August 2015 summierten sich die Nettomittelzuflüsse auf 9,7 Milliarden Euro und lagen damit nur wenig unter dem Rekordhoch von 10,9 Milliarden Euro aus dem Januar 2015. Das nun insgesamt in ETFs verwaltete Vermögen stieg im Vergleich zum Jahresende 2014 um 17 Prozent auf nun 425 Milliarden Euro, inklusive eines positiven Markteinflusses in Höhe von 4,80 Prozent. Zu den Vorteilen der passiven Produkte zählen aus Anlegersicht ihre relativ niedrigen Gebühren und die offenbar vielmal als enttäuschend empfundenen Ergebnisse aktiv gemanagter Produkte.

Mit diesen positiven Zahlen schwimmen die ETFs hierzulande freilich in einem extrem positiven Marktumfeld der gesamten Asset-Management-Industrie mit. Insgesamt sammelten die Fondsgesellschaften in Europa gemäß europäischem Fondsverbands EFAMA im ersten Halbjahr 2015 netto 442 Milliarden Euro ein. Das verwaltete Fondsvermögen betrug 12,5 Billionen Euro. Neuesten Zahlen des BVI zufolge verwaltete die Branche allein in Deutschland zur Jahresmitte 2,6 Billionen Euro. Zwischen Januar und Juni 2015 sind ihr netto 108,6 Milliarden Euro zugeflossen. Im Juli allein waren es 11,4 Milliarden Euro.

Und selbstverständlich gibt es weiterhin genügend gute Argumente für aktives Portfolio Management. So resümiert ein Hintergrundpapier von Lazard Asset Management aus dem August 2015, dass aktive Portfolio Manager Wertschöpfung aus der gezielten Ausnutzung von (vermuteten) Informationsvorteilen generieren. Das funktioniert besonders gut in Phasen mit volatiler Marktentwicklung wie der derzeitigen und bei einem einigermaßen hohen Unterschied in der Wertentwicklung von Aktien in Bezug auf Länder, Branchen, Marktsegmente und Einzelwerte.

Letztlich ist die Frage nach aktivem oder passivem Management demnach keine Frage des Entweder-oder, sondern eine der Gewichtung. Das haben selbstverständlich auch die Anbieter erkannt. Die allermeisten haben sowohl aktiv gemanagte Produkte im Programm als auch die margenärmeren passiven. Wie stark sich die Relationen in den kommenden Jahren verändern werden, hängt vor allem davon ab, wie erfolgreich aktive Portfolio Manager zukünftig agieren und wieviel Spielraum die Anleger ihnen für ein aktives Abweichen vom Index zugestehen. Aus Anlegersicht sollte sich im Vergleich zwischen passiven und aktiven Investments logisch ergeben, dass aktive Produkte eher dann eine Daseinsberechtigung haben, wenn sie sich sehr stark abseits der Indexbenchmarks positionieren – und nicht lediglich leicht abgewandelt einen Index abbilden.

Der Essener Dienstleister für Forderungsmanagement, **GFKL Financial Services AG**, und die britische **Lowell Group**, Leeds, wollen sich zu einem der größten Anbieter im Bereich **Forderungsmanagement** in Europa zusammenschließen. Von der internationalen Private-Equity-Gesellschaft **Permira** beratene Fonds, die GFKL im Mai 2015 erworben hatten, unterstützen die Transaktion mit zusätzlichem Kapital. Derzeit betreut GFKL mit rund 950 Mitarbeitern maßgeblich in den Bereichen Forderungskauf und Servicing ein Forderungsvolumen von 16,4 Milliarden Euro. Lowell ist auf den Kauf von Kreditportfolios und die Datenanalyse spezialisiert und hat seit 2004 rund 17 Millionen zahlungsgestörte Verbraucherkredite von Firmen aus verschiedenen Branchen, darunter Banken, Einzelhändler und Versorger erworben. Die beiden Unternehmen betreuen gemeinsam rund 15 Millionen Schuldner. Die Transaktion, die im vierten Quartal 2015 abgeschlossen werden soll, steht noch unter dem Vorbehalt der Genehmigung durch die Kartell- und Aufsichtsbehörden.

Der Schweizer Vermögensverwalter **GAM** hat das Immobilienfinanzierungsgeschäft des in London ansässigen unabhängigen Asset Managers **Renshaw Bay** erworben. Die Akquisition soll, vorbehaltlich der noch ausstehenden Genehmigungen, voraussichtlich im Oktober 2015 abgeschlossen werden. Die von Renshaw Bay verwalteten Investments mit einem von Kunden zugesagten Investitionskapital von rund 1,2 Milliarden US-Dollar, die entsprechenden Rechtseinheiten und Verträge sowie alle bestehenden Kundenbeziehungen sollen ebenso zu GAM transferiert werden wie das gesamte zehnköpfige Team, das unter seiner bisherigen Leitung bleiben soll.

Die **Zurich Gruppe Deutschland** plant, ihre beiden größten Direktionsstandorte Bonn (1.500 Mitarbeiter) und Köln (1.200 Mitarbeiter) in **Köln Deutz** zusammenzulegen. Der Umzug in das neue Gebäude soll voraussichtlich ab Ende des vierten Quartals 2018 beginnen. Die bisher genutzten Gebäude in Bonn und Köln sollen bis zum Jahreswechsel veräußert und für eine Übergangszeit angemietet werden. Die weiteren Direktionsstandorte Frankfurt am Main (rund 900 Mitarbeiter), Wiesbaden (230 Mitarbeiter) und Oberursel (etwa 140 Mitarbeiter) sind nicht betroffen. Insgesamt beschäftigt Zurich in Deutschland rund 5.600 Mitarbeiter.

7. August 2015 bis 3. September 2015

Für rund 9 Milliarden US-Dollar hat der US-Industriekonzern **General Electric** sein Healthcare-Kreditgeschäft an die US-Bank **Capital One** verkauft, die vor rund 4 Jahren mit der ING Direkt USA eine Transaktion in ähnlicher Größenordnung stemmte. Der Käufer will mit der Übernahme sein Kerngeschäft auf einen neuen Bereich ausweiten. GE wertet den Verkauf als weiteren erfolgreichen Schritt hin zu dem angekündigten Abbau seiner Finanzdienstleistungssparten. Auch die **Online-Einlagenplattform** seiner Finanztochter **GE Capital Bank** will der **Konzern** verkaufen, und zwar an die Investmentbank **Goldman Sachs**. Der Käufer spricht mit Blick auf die noch von den Aufsichtsbehörden zu genehmigende Transaktion von Online-Einlagen im Volumen von 8 Milliarden Dollar und 8 Milliarden Dollar an Einlagenzertifikaten.

Die **Bawag P.S.K.** Bank für Arbeit und Wirtschaft und Österreichische Postsparkasse, Wien, übernimmt vollständig das österreichische Leasinggeschäft der **Immigon Portfolioabbau AG** (vormals ÖVAG). Bestandteile der Transaktion sind die **VB Leasing Finanzierungsgesellschaft m.b.H.** und ihre zwei Beteiligungen, die VB Technologie Finanzierungs GmbH und die ACP Finanzierungs GmbH. Mit der Übernahme entsteht das drittgrößte Autoleasingunternehmen in Österreich. Bawag verspricht sich von dem Kauf ein schnelleres Wachstum in ihrem Kerngeschäft Retail Banking und Small Business in Österreich. Die VB Leasing bringt ein Leasing-Portfolio von 0,7 Milliarden Euro mit neuen Produkten, ein Netz an Kfz-Händlern sowie ein Mitarbeiterteam ein. Das Closing der Transaktion wird für das 4. Quartal 2015 erwartet und unterliegt noch den aufsichtsbehördlichen Bewilligungen.

Von der Immigon Portfolioabbau AG (vormals ÖVAG) wird zudem die **A.B.S. Global Factoring AG**, Wiesbaden, 100 Prozent der Anteile der **VB Factoring Bank AG, Salzburg**, einschließlich des Tochterunternehmens **Eurincasso GmbH**, übernehmen. Die VB Factoring Bank AG bewegt ein Forderungsvolumen von rund einer Milliarde Euro pro Jahr. Die Übernahme steht unter

dem Vorbehalt der Zustimmung der Österreichischen FMA (Finanzmarktaufsicht) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Der Abschluss der Transaktion wird für das vierte Quartal 2015 erwartet. Die A.B.S. Global Factoring AG verzeichnete im Jahr 2014 einen Forderungsumsatz von 1,215 Milliarden Euro.

Die **Commerzbank** hat von der brasilianischen Zentralbank (BACEN) die offizielle Genehmigung für die Gründung einer Tochtergesellschaft in **São Paulo** erhalten. Der Geschäftsbetrieb für die Zielgruppe mittelständischer sowie großer und kapitalmarktnaher Unternehmen soll voraussichtlich im ersten Quartal 2016 aufgenommen werden. Insgesamt sollen etwa 50 Mitarbeiter vor Ort tätig sein.

In den Wettbewerb um Kundeneinlagen in Deutschland sind Anfang September zwei Banken neu eingetreten. Der niederländische Fahrzeugflottenmanager **Leaseplan** bietet über seine Banktochter seit Anfang des Monats ein Festgeld-Produkt an. In den Niederlanden verfügt die Bank über Kundeneinlagen von rund 5 Milliarden Euro. Einlagen, die das Kreditinstitut in Deutschland generiert, sollen in das Leasinggeschäft der Konzernmutter fließen. Leaseplan wird derzeit von den bisherigen Eignern, Volkswagen und dem Bankier Friedrich von Metzler an ein Investorenkonsortium veräußert. Zudem bietet die **Opel Bank**, die bisher lediglich Finanzierung und Leasing von Fahrzeugen im Portfolio hatte, über eine neu ausgelegte Online-Bank nun ebenfalls Einlagenprodukte an. Die Opel Bank ist seit März 2015 in Deutschland unter ihrem jetzigen Namen aktiv. Zuvor firmierte sie unter GMAC Bank. Ihre Bilanzsumme lag Ende 2014 bei knapp 3,8 Milliarden Euro.

Die **Schweizerische Nationalbank (SNB)** hat verfügt, dass die **Postfinance AG** als Finanzgruppe systemrelevant im Sinn von Artikel 7 und 8 Bankengesetz ist. Als Gründe nennt sie nach Angaben der Bank die bedeutende Stellung des Finanzinstituts im inländischen Einlagengeschäft und die starke Position im Zahlungsverkehr in der Schweiz. Postfinance wies zur Jahresmitte 2015 eine Bilanzsumme von 116 Milliarden Franken aus. In der Schweiz gelten bisher UBS und Credit Suisse sowie die Zürcher Kantonalbank und die Raiffeisen Gruppe als systemrelevant.

Personalien

Der Aufsichtsrat der Portigon AG hat **Hubert Beckmann** zum interimistischen Vorstandsvorsitzenden bestellt. **Dr. Kai Wilhelm Franzmeyer** ist im August aus dem Vorstand des Unternehmens ausgeschieden.

Mit Wirkung zum 1. September 2015 wurde **Dr. Sven Deglow** als Chief Marketing Officer zum Vorstandsmitglied der Comdirect Bank AG, Quickborn, berufen.

Im August hat **Rob Jolliffe** in einer neu geschaffenen Funktion als Global Head of Sales die Verantwortung für die Vertriebsaktivitäten der Gruppe Deutsche Börse übernommen. Er hatte vorher Führungspositionen bei JP Morgan, Goldman Sachs, Royal Bank of Scotland und UBS inne.

Zum 1. September ist **Ashwin Kumar** in der ebenfalls neuen Funktion als Global Head of Product Development der Gruppe Deutsche Börse angetreten. Er ist einer der Gründungspartner von Meru Capital und war von 2009 bis 2014 für den Hedgefonds tätig.

Die dänische Saxo Bank, hat **Søren Kyhl** als Chief Operating Officer (COO) und als Mitglied ihres Management Board gewonnen. Er wird die Stelle am 1. Januar 2016 antreten. Zum 1. Oktober wird **Philip Wegloop** in einer neu geschaffenen Funktion als neuer Chief Experience Officer (CXO) bei dem Unternehmen eintreten. Sein Bereich umfasst unter anderem Marketing, digitale Strategien, PR und externe Kommunikation.

Frank-Peter Martin hat zum 7. September als CIO und Geschäftsführer die Verantwortung für das Portfoliomanagement der Frankfurt-Trust Investment-Gesellschaft mbH übernommen. Das Unternehmen gehört zur BHF-Bank-Gruppe. Zuletzt war Martin Partner und CIO beim Bankhaus Metzler.

Der aus dem Zusammenschluss von GFKL Financial Services AG, Essen, und der britischen Lowell Group, Leeds, entstehende Forderungsmanager soll gemeinsam von den bisherigen CEOs **Kamyar Niroumand** und **James Cornell** geführt werden (siehe auch Bankenchronik).

Christophe Tadié und **Grégoire Charbit** treten in den Vorstand der Oddo Seydler Bank AG auf. **Holger Gröber** und **René Parmantier** bleiben im Führungsgremium der im Frühjahr von der französischen

Oddo-Gruppe übernommenen ehemaligen Close Brothers Seydler Bank. Parmantier tritt zudem in der Oddo-Gruppe die Position als Group Head Corporate Development and Origination for Investment Banking & Oddo Metals Germany an.

General Manager der neu lizenzierten Commerzbank-Tochtergesellschaft in Brasilien wird **Harald Lipkau**.

Dr. Andreas Przewloka folgt zum 1. Oktober im Vorstand der UBS Deutschland AG auf **Dr. Martin Deckert** als Operating Head. Letzterer verlässt das Unternehmen zum 30. September. Przewloka bleibt zudem Operating Head für das europäische Wealth-Management-Geschäft der UBS.

Der Verwaltungsrat des Schweizer Finanzmarktdienstleisters Six hat **Jürg Weber** zum neuen CEO der Division Six Payment Services und damit zum Mitglied der Konzernleitung von Six gewählt. Er hat seine Funktion am 1. September 2015 angetreten.

Dr. Klaus Wiener wird Mitglied der Geschäftsführung und Chefvolkswirt des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV). Ab dem 1. Dezember 2015 soll er den neu geschaffenen Geschäftsbereich Volkswirtschaft und Finanzmärkte (Economics and Financial Markets) leiten.

Aus der Sparkassen-Finanzgruppe

Johannes von Hebel ist zum Vorstandsvorsitzenden der Sparkasse Erlangen bestellt worden. Sein Dienstantritt ist für den 1. März 2016 vorgesehen. Er folgt **Peter Buchmann** nach, der im September vergangenen Jahres verstorben war.

Die Aufsichtsgremien der Provinzial Rheinland haben **Dr. Volker G. Heinke** zum neuen Finanzvorstand bestellt. Er wird dem Unternehmen zum 1. Oktober 2015 beitreten. Bisher ist Dr. Heinke Finanzvorstand bei den LVM-Versicherungen in Münster. Er folgt bei der Provinzial auf Finanzvorstand **Dr. Anton Wieggers**, der Ende Juli 2015 in den Ruhestand gegangen ist.

Frank Lorenz wird spätestens zum 1. April 2016 die Leitung der Management-Akademie der Sparkassen-Finanzgruppe, Bonn, übernehmen. **Dr. Stephan Weingarz** hat derzeit diese Position kommissarisch inne.

Feiertage

Willi Berchtold, früherer Vorsitzender der Geschäftsführung von Giesecke & Devrient, wurde am 14. August dieses Jahres 65 Jahre alt.

Albrecht Fürst zu Castell-Castell, Ehrenvorsitzender und Mitinhaber der Fürstlich Castell'sche Bank, Credit-Casse AG, Würzburg, feierte am 13. August dieses Jahres seinen 90. Geburtstag.

Peter Dworak, früherer Vorstandsvorsitzender der Sparkasse Günzburg-Krumbach, feierte am 23. August seinen 75. Geburtstag.

Dr. Reto Francioni, bis Ende Mai dieses Jahres Vorstandsvorsitzender der Deutschen Börse AG, feierte am 18. August seinen 60. Geburtstag.

Am 19. August dieses Jahres wurde **Alois Früchtel**, Vorstandsvorsitzender der Sparkasse Fulda, 60 Jahre alt.

Der frühere Vorstandsvorsitzende der Kreissparkasse Ahrweiler, **Alfred Kirfel**, wurde am 13. August dieses Jahres 90 Jahre alt.

Heinz Panter, ehemaliger Vorstandsvorsitzender der LBS Landesbausparkasse Baden-Württemberg, feierte am 31. August seinen 65. Geburtstag.

Seinen 75. Geburtstag beging am 30. August der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Sparkasse Kulmbach-Kronach, **Max Schreiner**.

Der ehemalige Vorstandsvorsitzende der Sparkasse Wittgenstein, **Josef Strauß**, vollendete am 29. August sein 70. Lebensjahr.

Ludwig Wasemann, früherer Vorstandsvorsitzender der Kreissparkasse Saarpfalz, feierte am 16. August dieses Jahres seinen 70. Geburtstag.

Am 10. August 2015 wurde **Klaus-Dieter Wende**, der Vorstandsvorsitzende der Kreissparkasse Rhein-Hunsrück 60 Jahre alt.

*Wichtige Basis für Personalien ist neben den Pressemitteilungen der jeweiligen Institute und den eigenen Recherchen insbesondere bei den Volks- und Raiffeisenbanken das Unternehmensregister, dessen Veröffentlichungstermine leider nicht sehr zeitnah sind.



Andreas Dombret

Aussitzen ausgeschlossen: Was bedeutet **Digitalisierung** für den Bankensektor in Deutschland?

Der Bordcomputer der ersten amerikanischen Mondlandefähre wog ungefähr 30 kg. Seine Leistung entsprach der eines Taschenrechners, den man heute überall für ein paar Euro kaufen kann – sofern man nicht ohnehin das Mobiltelefon oder Tablet als Taschenrechner verwendet.

Ungefähr zur Zeit der amerikanischen Mondlandung, also vor gut vierzig Jahren, begann der Computer allmählich Teil des Berufs- und später auch des Privatlebens zu werden. Knapp zwanzig Jahre später kam das Internet hinzu. Heute ist es nicht mehr nur die gewerbliche Industrie – Stichwort Industrie 4.0 –, sondern es sind auch Banken und andere Finanzdienstleister, die von einer neuen Welle der Digitalisierung erfasst werden.

Drei wichtige Triebkräfte

Für die Banker wie auch für die Bundesbank stellt sich die Frage, was die Branche tun kann, um in dieser Welle nicht unterzugehen, sondern mit neuem Schwung nach vorn getragen zu werden. Um einem Missverständnis vorzubeugen: Selbstverständlich haben die meisten Banken schon vor Jahrzehnten aufwendige IT-Infrastrukturen im Kernbankengeschäft etabliert und Online-Banking gehört mittlerweile zum Standardangebot. Die aktuelle Digitalisierungswelle aber vereinfacht und beschleunigt nicht nur einzelne Prozesse, sondern verändert viele Spielregeln des Bankengeschäfts. Was ist es, das der Welle der Digitalisierung ihre Kraft verleiht? Es sind im Wesentlichen drei Triebkräfte, die im Folgenden diskutiert werden: die Technologie, die Konkurrenz und die Kunden.

Einen ganz wesentlichen Impuls hat die Digitalisierung der Finanzbranche natürlich durch mittlerweile sehr leistungsfähige und ausgereifte Technologien erhalten. Dank Breitbandnetzen, Smartphones und Leistungssprüngen in der Datenverarbeitung verschieben sich die technischen Grenzen so schnell, dass sie faktisch keine Einschränkung mehr sind. Was jetzt in den Mittelpunkt rückt, ist die Frage nach sinnvollen Anwendungen.

Ökonomisch ist die Digitalisierung in vielerlei Hinsicht attraktiv: Mit intelligenter und gut eingesetzter IT können Prozesse auto-

matisiert und variable Kosten gespart werden. Informationen können ohne Zeitverlust verarbeitet, verknüpft und analysiert werden. Ebenso hilft die heutige IT, Komplexität zu beherrschen. Und nicht zuletzt ermöglicht sie Dienstleistungen, die individuell auf den Kunden zugeschnitten sind.

Was der Welle weitere Kraft verleiht, ist die neue Konkurrenz. Längst sind nicht mehr nur Banken im „Line-up“, also in der Startposition zum Wellenreiten. Innovative Unternehmen der Finanztechnologie, kurz Fintechs, haben in den vergangenen Jahren bereits eine große Anzahl IT-basierter Geschäftsideen entwickelt: für den Zahlungsverkehr, für die Kreditvermittlung oder für die Vermögensberatung. Gewöhnlich überlebt nur ein kleiner Teil solcher innovativer Ideen und neuer Unternehmen den Härtesten der Praxis. Dennoch zeigen die Fintechs durch ihre Ideenvielfalt, welches Entwicklungspotenzial in der Bankenbranche steckt.

Unumkehrbare Dynamik

Neben der Technologie und der Konkurrenz sind es aber auch die Kunden, die der Welle Kraft verleihen. Früher wurde das Bankgeschäft als ein Geschäft angesehen, das nur im persönlichen Kontakt möglich ist. Heute wenden sich Bankkunden zunehmend aufgeschlossen – bisweilen sogar fordernd – neuen technologischen Möglichkeiten ihrer Bankgeschäfte zu, ermutigt durch ihre positiven Erfahrungen mit Informationstechnologie in anderen Bereichen des Lebens. Online-Banking ist mittlerweile, wie bereits erwähnt, für viele Bankkunden selbstverständlich. Gleichzei-

Dr. Andreas Dombret, Mitglied des Vorstandes, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main

Rasante Sprünge in der Technik, die damit verbundenen Möglichkeiten für neue Anbieter und nicht zuletzt die Bereitschaft der Kunden, sich auf neue Finanzdienstleistungsangebote einzulassen, haben der Digitalisierung aus Sicht des Autors auch im Bankgeschäft längst eine unumkehrbare Dynamik beschert. Die Kreditwirtschaft mahnt er an, neue Trends der Digitalisierung nicht zu verschlafen, sondern sie möglichst aktiv und intensiv mitzugestalten. Auf dem Weg zu einer Erschließung neuer Geschäftsfelder mit einer mittelfristigen Steigerung der Rentabilität formuliert er als Kernbotschaften: die Entwicklung einer „digitalen Agenda“ und einer anpassungsfähigen Strategie, Offenheit für neue Formen des Bankgeschäfts und neue Anforderungen an die IT-Infrastruktur sowie ein ausgeprägtes Problembewusstsein für IT-Sicherheit. (Red.)

tig steigt mit innovativen Angeboten wie Videoberatung, digitaler Kreditvermittlung oder der Einbettung von sozialen Medien in Bankgeschäfte die Akzeptanz gegenüber digitalem Bankgeschäft mehr und mehr.

Keine Frage: Die Digitalisierung in der Finanzbranche hat eine eindeutige und unumkehrbare Dynamik gewonnen. Doch wohin wird sich die Branche entwickeln? Visionen reichen bis hin zum „banking without banks“, also einer funktionstüchtigen Finanzbranche ohne Banken. In den Medien wird bisweilen sogar ein Überlebenskampf zwischen Banken und „digitalen“ Herausforderern heraufbeschworen.

Aber Banken und Sparkassen sind selbstverständlich nicht überflüssig – lassen Sie sich das bitte nicht einreden. Einerseits sind sie mit dem Angebot von Konten auch für innovative Finanzdienstleistungen unersetzlich. Andererseits haben sie ganz eigene Wettbewerbsvorteile bei der Digitalisierung. Dazu gehört, dass sie ein Gesamtpaket von Dienstleistungen und Geschäftsfeldern anbieten können, das für die Kunden und für das Institut selbst Synergien schafft. Ein Vorteil ist auch, dass die Kunden nach wie vor großes Vertrauen in Banken und Sparkassen haben, was die Datensicherheit angeht – das zeigen zumindest verschiedene Umfragen.

Trend nicht verpassen

Auch bei komplexeren Finanzierungsfragen wird der persönliche Kontakt zu Banken nach wie vor geschätzt. Schwarz-Weiß-Malerei ist beim Blick nach vorn jedenfalls völlig unangemessen: Banken kooperieren bereits mit Start-ups und entwickeln teilweise selbst sehr innovative Konzepte. Und die Geschäftsmodelle vieler Fintechs müssen sich auch erst noch beweisen – sofern sie überhaupt einen Angriff auf das Bankengeschäft darstellen.

Letztlich ist offen, wohin sich die Branche entwickeln wird. Der jüngst angebrochene Wettkampf von Streamingdiensten in der Musikbranche belegt, dass auch Jahre nach dem Beginn der Digitalisierung die Karten neu gemischt werden können. Den Blick in die mittlerweile etwas altmodische Kristallkugel werde ich daher an dieser Stelle nicht wagen.

Banken und Sparkassen dürfen aber nicht den Fehler machen, die Entwicklung zu

unterschätzen. Gerade im Bereich der Computertechnik neigen bisweilen selbst Fachleute dazu, falsche Prognosen zu treffen. So bezeichnete Bill Gates im Jahr 1995 das Internet als einen reinen „Hype“. Noch unglücklicher war eine Prognose, die der damalige Chef von IBM im Jahr 1943 abgab: Er schätzte, dass es weltweit einen Markt für vielleicht fünf Computer gebe. Im Geschäftsleben gilt also unverändert: Wer den Trend verpasst, wird schnell abgehängt.

Tugenden im digitalen Zeitalter

Natürlich ist es nicht die Aufgabe der Aufsicht, der Kreditwirtschaft die richtige Strategie im Umgang mit der Digitalisierung auf den Weg zu geben. Welche Geschäftsmodelle erfolgreich sind, wird durch unternehmerisches Geschick bestimmt. Am Ende entscheiden die Märkte. Nichtsdestoweniger sehe ich an dieser Stelle zwei grundlegende Botschaften, die ich angesichts des Megatrends Digitalisierung für besonders wichtig halte.

Die erste Botschaft lautet: „Aussetzen ausgeschlossen.“ Es mag eine Tugend sein, sich auf das zu konzentrieren, was man gut kann und Veränderungen in Ruhe abzuwarten. In einer Umbruchphase wird das allerdings vermutlich in eine Sackgasse führen. Stillstand ist Rückschritt.

Das zeigt ein Blick auf Branchen, in denen die Digitalisierung bereits weiter vorgezogen ist. Ob Foto- und Filmbranche, Musikindustrie oder der Telekommunikationssektor – alle diese Branchen haben im Zuge der Digitalisierung nicht nur ein neues Medium eingeführt, sondern auch neue Kernkompetenzen aufbauen müssen. Eingesessene und bis dato erfolgreiche Unternehmen scheitern dabei nicht unbedingt an fehlendem Innovationswillen, sondern eher an der fehlenden Bereitschaft, sich von Grund auf neu auszurichten.

Beispiel Zahlungsverkehr

Als mahnendes Beispiel wird hier oft Kodak genannt: Als Hersteller von Filmmaterial für analoge Fotoapparate geriet das Unternehmen in große Schwierigkeiten, als die digitale Fotografie ihren Siegeszug antrat. Im Jahr 2012 musste Kodak einen Insolvenzantrag stellen und konnte nur dank einer radikalen Umstrukturierung sein Überleben sichern.

Zur Gefahr, auf dem falschen Fuß erwischt zu werden, gesellt sich zeitlicher Druck. Bei einem Umbruch bilden sich grundlegend neue Standards und neue Gewohnheiten. Wenn auf diese Weise erste Trampelpfade auf dem Feld der Digitalisierung entstanden sind, erscheint es mehr oder weniger überflüssig, sich noch Gedanken über die Wegplanung zu machen. Ein Beispiel ist der Zahlungsverkehr. Dort haben Wettbewerber wie Paypal oder jüngst Apple Zahlungsverfahren eingeführt, die den Konsumenten im digitalen Umfeld entgegenkommen. Gewöhnen sich die Kunden erst einmal an eine neue Art des Bezahlebens, haben Wettbewerber mit ähnlichen Produkten es alles andere als leicht, die Kunden zum Wechsel zu bewegen. Deutsche Kreditinstitute finden sich daher bei ihrem gemeinsamen Vorstoß für den Online-Zahlungsverkehr in der ungewohnten Rolle der Angreifer wieder. Gerade deshalb ist es auch so wichtig, dass die deutsche Kreditwirtschaft gemeinsam antritt, um ihre Chancen zu erhöhen.

Zusammengefasst ist den deutschen Banken und Sparkassen also nur zu empfehlen, die Entwicklungen nicht auszusetzen, sondern sich aktiv und intensiv mit dem Thema Digitalisierung und mit dessen Bedeutung für das eigene Institut auseinanderzusetzen. Aber nach meiner Wahrnehmung gibt es in Deutschland auch keine ausgeprägte Tendenz zum Aussetzen.

Kunden in ihrer Lebenssituation abholen

Die zweite Botschaft lautet in knappen Worten: „Neue Spielregeln lernen.“ Man versetze sich einmal in die Lage eines Fußballtrainers: Seine Mannschaft ist in der laufenden Saison mit der richtigen Taktik erfolgreich unterwegs. In der nächsten Saison aber werden sich die Spielregeln ändern – vielleicht steigt die Zahl der Tore auf dem Platz, vielleicht laufen auch mehr als zwei Mannschaften auf und spielen statt auf Gras auf anderem Belag. Wie wird er seine Mannschaft aufstellen? Eins ist klar: Man muss zuerst die neuen Regeln lernen und verstehen, um eine erfolgreiche Taktik entwickeln zu können.

Drei der neuen Spielregeln, denen ich in einer digitalisierten Finanzbranche große Wirkung zutraue, verdienen eine genaue Betrachtung. Sie gehören also sozusagen zum digitalen Grundverständnis, das not-

Zeitschrift für das gesamte **Kreditwesen**



Verlag und Redaktion:

Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Str. 19, 60599 Frankfurt,
Postfach 11 11 51, 60046 Frankfurt.

Telefon: (069) 97 08 33 - 0, Telefax: (069) 7 07 84 00
E-Mail: red.zfgk@kreditwesen.de
Internet: www.kreditwesen.de

Herausgeber: Klaus-Friedrich Otto

Chefredaktion: Dr. Berthold Morschhäuser,
Philipp Otto

Redaktion: Horst Bertram (CvD), Swantje Benkelberg,
Barbara Hummel, Maite Beisser, Frankfurt am Main

Redaktionssekretariat und Layout: Anja Oehrl

Die mit Namen versehenen Beiträge geben nicht immer die Meinung der Redaktion wieder. Bei unverlangt eingesandten Manuskripten ist anzugeben, ob dieser oder ein ähnlicher Beitrag bereits einer anderen Zeitschrift angeboten worden ist. Beiträge werden nur zur Alleinveröffentlichung angenommen.

Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig.

Manuskripte: Mit der Annahme eines Manuskripts zur Veröffentlichung erwirbt der Verlag vom Autor das ausschließliche Verlagsrecht sowie das Recht zur Einspeicherung in eine Datenbank und zur weiteren Vervielfältigung zu gewerblichen Zwecken in jedem technisch möglichen Verfahren. Die vollständige Fassung der Redaktionsrichtlinien finden Sie unter www.kreditwesen.de.

Verlags- und Anzeigenleitung: Uwe Cappel

Anzeigenverkauf: Hans-Peter Schmitt,
Tel.: (069) 97 08 33-43

Anzeigendisposition:

Alexander Schumacher, Tel. (069) 97 08 33-26,
sämtl. Frankfurt am Main, Aschaffener Str. 19.

Zurzeit ist die Anzeigenpreisliste Nr. 57 vom 1.1.2015 gültig.

Zitierweise: KREDITWESEN

Erscheinungsweise: am 1. und 15. jeden Monats.

Bezugsbedingungen: Abonnementspreise inkl. MwSt. und Versandkosten: jährlich € 555,77, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 285,54, 1/4-jährlich € 145,55. Ausland: jährlich € 578,09. Preis des Einzelheftes € 23,00 (zuzügl. Versandkosten).

Verbundabonnement mit der Zeitschrift »bank und markt«: € 843,85, bei Abonnements-Teilzahlung: 1/2-jährlich € 443,50, 1/4-jährlich € 232,30. Ausland: jährlich € 871,21.

Studenten: 50% Ermäßigung (auf Grundpreis).

Der Bezugszeitraum gilt jeweils für ein Jahr. Er verlängert sich automatisch um ein weiteres Jahr, wenn nicht einen Monat vor Ablauf dieses Zeitraumes eine schriftliche Abbestellung vorliegt. Bestellungen direkt an den Verlag oder an den Buchhandel.

Probeheftanforderungen bitte unter
Tel.: (069) 97 08 33-25.

Bei Nichterscheinen ohne Verschulden des Verlags oder infolge höherer Gewalt entfallen alle Ansprüche.

Bankverbindung: Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale, Frankfurt am Main, IBAN: DE73 5005 0000 0010 5550 01, BIC: HELADEF3333

Druck: Druck- und Verlagshaus Zarbock
GmbH & Co. KG, Sontraer Straße 6,
60386 Frankfurt am Main.

ISSN 0341-4019



wendig ist, um die richtige Taktik zu finden.

Spielregel Nummer eins lautet: Die individuellen Bedürfnisse und Wünsche der Kunden erhalten eine ganz neue Bedeutung. Leicht zugängliche, transparente und individuelle Dienstleistungen werden selbstverständlich. In sozialen Netzwerken, bei Online-Käufen oder bei der Suche nach Informationen gehört es für Konsumenten bereits heute zur Alltagserfahrung, mit den eigenen Vorstellungen im Mittelpunkt zu stehen. Auch bei Bankgeschäften wollen Kunden künftig in ihrer Lebenssituation abgeholt werden – das gilt vor allem, aber nicht nur für die jüngere Generation.

Wer als Anbieter erfolgreich sein möchte, muss es sich also zur Gewohnheit machen, die Perspektive der Kunden einzunehmen. Das bedeutet vor allem, dass man sich mit Lebensentwürfen und sozialen Trends auseinandersetzen muss. Wer es schafft, Kunden durch Komfort und Zugänglichkeit an sich zu binden, hat einen Trumpf in der Hand. Es geht also nicht mehr um den durchschnittlichen Kunden, sondern um jeden einzelnen. Die Anzahl der Tore auf dem Spielfeld hat also ohne Zweifel zugenommen.

Das führt zur zweiten Spielregel: Nicht nur die Zahl der Tore steigt, es kommen auch zusätzliche Spieler auf den Platz, die – ganz nebenbei – keine klassische Spielerlizenz haben. Der Wettbewerb wird globaler und transparenter, die Wettbewerber vielfältiger. Im Online-Geschäft ist der nächste Anbieter für den Kunden womöglich nur wenige Klicks entfernt – auch über Ländergrenzen hinweg.

Neue Herausforderer

Und auch die Herausforderer sind nicht mehr durch einen Blick auf die Internetseite der Bankenaufsicht auszumachen: Neben den Fintechs sind auch andere IT-geprägten Branchen nur einen Schritt vom Bankgeschäft entfernt. Bereits heute beginnen im Internet etablierte Unternehmen, ihren riesigen Kundenstamm und ihre Erfahrung mit digitalen Prozessen und Datenmanagement mit Bankleistungen zu verknüpfen. Branchengrenzen verschwimmen. So gilt heute mehr denn je: Banken müssen wissen, was die Konkurrenz macht, um die eigene Strategie zu überprüfen und zu schärfen.

Die dritte Spielregel schließlich betrifft die Anpassungsfähigkeit. Wer einmal auf Asche, ein anderes Mal auf Kunstrasen spielt, muss taktisch flexibel bleiben. Die digitale Welt lädt zum Experimentieren ein, neigt zu plötzlichen Trends und ändert sich stetig. Das Bankwesen ist sicherlich nicht in allen Aspekten dieser Rastlosigkeit unterworfen. Dennoch wird die eigene Anpassungsfähigkeit wichtiger. Gestützt wird sie zum Beispiel durch eine flexible IT-Architektur. Auch Geschäftsmodelle können offener und flexibler gestaltet werden; man denke an Strategien, die Banken als „digitales Ökosystem“ betrachten. Bei diesen Strategien stellt die Bank eine digitale Plattform bereit, deren Inhalte von Kunden und anderen Dienstleistern mitgestaltet werden können.

Wer in einer digitalen Finanzbranche bestehen will, muss ihre neuen Spielregeln verinnerlichen und anwenden. Nicht nur die Strategie selbst muss hinterfragt werden, sondern auch die darunter liegenden Denkmuster. Wer nicht „digital“ denkt, wird es schwer haben im Wettbewerb um den digitalen Kunden.

Digitalisierung aus Sicht eines Bankenaufsehers

Aufseher sind an stabilen und nachhaltig profitablen Kreditinstituten interessiert. Möglicherweise erscheint vielen Finanzdienstleistern die Digitalisierung an diesem Punkt ausschließlich als Bedrohung ihres gewohnten Geschäfts. Ich möchte aber ermutigen, auch eine andere Perspektive einzunehmen, in der die Digitalisierung nicht das Problem, sondern vielmehr die Lösung ist.

Was die Aufseher im Moment ebenso beschäftigt wie die Banker ist die Ertragschwäche des deutschen Bankensystems. Eine zentrale Ursache für diese Ertragschwäche ist die anhaltende Phase niedriger Zinsen. Das Problem der Ertragschwäche zu lösen, ist für die Stabilität des Finanzsystems entscheidend – und in Deutschland gilt das bekanntlich ganz besonders. Die Digitalisierung kann insofern sehr wohl Teil der Lösung sein.

Sinnvoll eingesetzte Informationstechnologie kann zum Beispiel neue Geschäftsfelder generieren und mittelfristig die Rentabilität steigern. Von komfortablen und alltagstauglichen IT-Anwendungen bis



Es ist ganz einfach: Das Kerngeschäft von BNY Mellon ist die Verwaltung und Betreuung von Investments. Wir eröffnen dabei den Menschen Zugang zum Potenzial der Investmentwelt.

Wir investieren in die Welt.

KLUGE KÖPFE MIT EINEM SEHR GROSSEN EINBLICK.

Unsere 51.100 Experten arbeiten in 35 Ländern und in über 100 Märkten.

Globale Perspektive und feine Präzision.

Wir verwalten weltweit 20% aller Finanzanlagen.*

Mehr Potenzial für Ihre Zukunft.

Mit Investment Management und Investment Services aus einer Hand.

BNYMELLON.DE



BNY MELLON

Diese Abbildungen zeigen keine tatsächlichen Kunden oder Investmentergebnisse und dienen nicht den Zwecken einer Investmentberatung. Investmentprodukte sind nicht durch die FDIC (oder anderen Staats- oder Bundesagenturen) abgesichert, noch gelten sie als Einlagen oder sind durch BNY Mellon oder jeglicher ihrer bankwirtschaftlichen oder außerhalb der Bankwirtschaft agierenden Tochtergesellschaften gewährleistet. Sie unterliegen somit dem Investmentrisiko einschließlich des Verlustes des ursprünglichen Investmentbetrages. Der Erfolg einer Anlage in der Vergangenheit ist weder Indikator noch Garant für zukünftige Erfolge. BNY Mellon ist die unternehmenseigene Marke der Bank of New York Mellon Corporation und ihrer Tochtergesellschaften. * Basierend auf den effektiv verwahrten Anlagewerten der weltgrößten Vermögensverwalter, gemäß der jährlichen Rangliste von Institutional Investor, veröffentlicht im September 2014. ©2015 The Bank of New York Mellon Corporation. Alle Rechte vorbehalten.

hin zu „big data“-Analysen werden derzeit viele potenzielle Ertragsquellen erprobt. Und durch praktische Zusatzleistungen bleiben Kunden ihrer Bank auch im schärferen Wettbewerb verbunden. Stabilität heißt nicht Stillstand – daher ist es sehr wohl im Interesse der Aufseher, wenn Banken sich an eine neue Nachfrage anpassen, um ihre Ertragskraft zu wahren oder gar zu steigern.

Wirkung auf der Kostenseite

Doch auch auf der Kostenseite wirkt die Digitalisierung. So sind in Deutschland die Filialnetze immer noch relativ engmaschig und damit entsprechend teuer. Die Digitalisierung kann dabei helfen, auch mit einem grobmaschigeren Filialnetz noch eine große Zahl von Kunden zu erreichen.

Schließlich kann auch das Risikomanagement von der Digitalisierung profitieren. Die Aufgabe, rechtzeitig gut fundierte Entscheidungen zu treffen, ist herausfordernder denn je, man denke nur an die immer komplexeren Verknüpfungen von Märkten, Ländern und Produkten und die zunehmende Dynamik der Märkte. Mit einer leistungsfähigen IT-Architektur – und damit gemeint sind konsistente, anpassungsfähige und akkurat arbeitende Systeme – sind Institute in der Lage, sich einen schnellen Überblick über ihre Aktivitäten und ihre Risiken zu verschaffen. Gut informierte Entscheider erhöhen ihre eigenen Erfolgsaussichten und schützen zudem das Finanzsystem als Ganzes vor Spekulation und Kurzschlusshandlungen.

Aufseher müssen aber auch mögliche Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems im Auge behalten. Das neu gestaltete Spielfeld und die neuen Spieler werden

sehr wahrscheinlich auch neue Risiken mit sich bringen. Dem Schutz kritischer Infrastrukturen widmen wir uns als Regulierer bereits zusammen mit anderen Behörden und den jeweiligen Anbietern. Und auch die neuen, weitgehend unregulierten Wettbewerber wie zum Beispiel Fintechs werden wir in den Blick nehmen.

Schwerpunktthema IT-Sicherheit

Aber auch für die einzelne Bank bringt die Digitalisierung neue Risiken. Die findigsten digitalen Lösungen nützen nur wenig, wenn sie gleichzeitig enormen Risiken die Tore öffnen. So haben die sogenannten Cyberrisiken in den letzten Jahren erheblich zugenommen. Denn die Zahl der schützenswerten Güter ist gewachsen: Neben Geldvermögen sind inzwischen auch persönliche Daten und damit der Zugang zu Dienstleistungen im „Cyberspace“ gespeichert. Gezielte Angriffe auf IT-Systeme können heutzutage von überall in der Welt aus gestartet werden – oft braucht es kaum mehr als einen Laptop mit Internetzugang.

Die Bandbreite von Motiven für Cyberangriffe ist groß und reicht von simplen Angriffen durch Amateure bis hin zu minutiös geplanten Angriffen mit ökonomischem oder politischem Hintergrund. Gleichzeitig verbreiten sich neue Angriffsmethoden blitzschnell über das Netz und entwickeln sich ständig weiter. Das ist natürlich ein Thema, mit dem sich auch die Bankenaufsicht beschäftigt. So ist IT-Sicherheit für die europäische Bankenaufsicht eines der Schwerpunktthemen für das Jahr 2015. Bundesbank und EZB arbeiten hier wie immer eng und gut zusammen. Gleichzeitig waren kürzlich Experten der Bundesbank in den USA, um mit den dortigen Bankenaufsehern Ideen und Erfahrungen auszutauschen. Dieser Austausch wird nach der Sommerpause fortgesetzt.

Vier Handlungsfelder

Doch es muss nicht immer ein gezielter Angriff sein. Gerade in komplexen IT-Systemen können selbst kleine Fehler im System schnell enorme Schäden verursachen. Das Bewusstsein für diese Risiken scheint mir noch nicht in allen Führungsetagen von Banken vorhanden zu sein. Hier gilt es, dringend aufzuholen und den Schutz der IT-Systeme und Kundendaten deutlich zu verbessern. Felix Hufeld

wird das Thema „Cyberrisiken“ näher diskutieren.

Dieser kurze gedankliche Ritt auf der Welle der Digitalisierung, die gerade erst in Schwung gekommen ist, wird auch die Finanzbranche unweigerlich an neue Ufer tragen. Von der Digitalisierung können alle Beteiligten profitieren, kurzfristig aber vor allem die Privatkunden: Die neuen technischen Möglichkeiten und der stärkere Wettbewerb bescheren ihnen Geschäfte, die noch besser auf ihre persönlichen Bedürfnisse zugeschnitten sind. Alle müssen daran arbeiten, dass Deutschlands Bankensektor auf der digitalen Weltkarte kein weißer Fleck bleibt. Das erfordert vier Dinge:

– Erstens braucht jede Bank eine „digitale Agenda“ und eine anpassungsfähige Strategie.

– Zweitens muss jede Bank ein Gleichgewicht zwischen vorhandenen Stärken und neuen Formen des Bankgeschäfts finden.

– Drittens muss jede Bank sich des Problems der IT-Sicherheit bewusst sein und dieses Bewusstsein auch an ihre Kunden weitergeben.

– Viertens muss jede Bank ihre IT-Infrastruktur so weit wie nötig modernisieren und für die nötige Sicherheit der Systeme sorgen.

Mit den Vertretern der Banken und Sparkassenwelt in Deutschland teilen die Aufseher das Interesse an einem stabilen und nachhaltig profitablen Bankensystem. Die neuen Spielregeln zu lernen und den Wandel aktiv mitzugestalten, ist entscheidend, um sich auf der Welle der Digitalisierung halten zu können. Das gilt übrigens nicht nur für die Kreditwirtschaft, sondern auch für die Aufseher. Denn es geht nicht nur darum, neue Chancen aufzuspüren und zu nutzen, sondern auch darum, neue Risiken zu erkennen und zu begrenzen. Wenn das gelingt, werden wir alle gemeinsam erfolgreich auf der Welle der Digitalisierung reiten.

Kennen Sie auch unsere Fachbücher?

Unser Programm
finden Sie im Internet unter

www.kreditwesen.de

Fritz Knapp Verlag | Frankfurt a. M.

Der Beitrag basiert auf einer Rede des Autors auf dem Bundesbank Symposium „Bankenaufsicht im Dialog“ am 8. Juli 2015 in Frankfurt am Main. Zwischenüberschriften sind von der Redaktion eingefügt.

Cyber Risiken – ein Thema für deutsche Banken?

Als ich mein neues Amt als Präsident der BaFin im März übernahm, wurde mir schnell bewusst, dass die BaFin als Allfinanzaufsicht auch Verantwortung für die Cybersicherheit der beaufsichtigten Unternehmen trägt. Nahezu täglich fand ich Meldungen über Hackingaktivitäten, die insbesondere auch den Finanzsektor zum Ziel hatten. Cyber Risiken sind ohne Zweifel eine Bedrohung für jedermann. Sind diese Risiken aber auch eine Bedrohung für deutsche Banken, die bislang im Vergleich zu anderen Staaten noch relativ unbehelligt dastehen? Sind ihre IT-Systeme so widerstandsfähig, dass sie gelassen in die Zukunft schauen können? Diesen zentralen Fragen wird im Folgenden nachgespürt.

Risiken und Chancen des Cyberraums

Zum Auftakt möchte ich etwas zum Begriff Cyber Risiken sagen und dabei eine vorsichtige Einschätzung zur Cyber Risikolage wagen. Diese Einschätzung möchte ich anschließend mit drei in der Finanzwelt bekannten Beispielen zur Cyberkriminalität untermauern. Last, but not least will ich die zukünftigen und durchaus positiven Aspekte des Cyberraums nicht ausblenden, nennen wir sie Cyberchancen.

Worüber reden wir, wenn wir den Begriff Cyber Risiko verwenden? Die Wortkomposition Cyber Risiko bringt zum Ausdruck, dass Ereignisse aus dem Cyberraum Schäden zunächst in IT-Systemen verursachen können, mit negativen Konsequenzen für die Geschäftsabläufe und letztlich die Kunden von Finanzinstituten. Das Internet ermöglicht Menschen, unberechtigt auf IT-Systeme anderer zuzugreifen und diese zu schädigen. Der Schaden kann darin liegen, dass die IT-Systeme nicht mehr verfügbar sind oder dass gespeicherte Daten gestohlen oder verfälscht werden.

Mit dem Siegeszug des Internets wächst bei den Nutzern auch das Bewusstsein der damit verbundenen Gefahren. Immer mehr Menschen nutzen immer häufiger und immer professioneller die Möglichkeiten des Internets, um andere zu schädigen. Die European Union Agency for Network and Information Security (ENISA) hat für das Jahr 2014 fünfzehn Top-Bedrohungsvektoren ausgemacht. Diese reichen von Phishing, Würmern, Trojanern über webbasierte Attacken, Botnetze, Identitätsdiebstahl bis hin zur Spionage. ENISA hat festgestellt, dass zwölf dieser Bedrohungsvektoren im Vergleich zum Vorjahr zugenommen haben.

Wer sind die Menschen, die sich hinter diesen Bedrohungsvektoren verbergen? Das

Spektrum umfasst einzelne Hacker, Aktivistinnen, aber auch international organisierte Cybergangs und staatliche Institutionen wie Nachrichtendienste. Es überrascht nicht, dass gerade der Finanzsektor besonders im Fokus der Angreifer steht, da hier das schnelle Geld winkt. Dies möchte ich mit einigen Fällen, die durch die Presse gegangen sind, illustrieren.

DDoS-Angriffe gegen Banken

Starten möchte ich mit fast schon Alltäglichem, den Distributed Denial of Service (DDoS)-Angriffen. Bei einem DDoS-Angriff werden IT-Systeme absichtlich überlastet, um die bereitgestellten Dienste wie zum Beispiel Online-Banking in ihrer Funktionsfähigkeit zu stören. Eine solche DDoS-Attacke geschah an Heilig Abend vergangenen Jahres in Finnland. Betroffen war die größte Finnische Bank OP Pohjola financial services group. Der Angriff dauerte sechs Tage. Das Online-Banking und die Geldautomaten fielen aus. Bitter für eine Bank, die rund vier Millionen Kunden zählt in einem Land, das etwa 5,4 Millionen Einwohner hat. DDoS-Angriffe gegen Banken finden vor allem in den USA statt, sie können mehrere Wochen andauern. Aber auch deutsche Institute waren bereits betroffen.

Es ist zu befürchten, dass DDoS-Angriffe weiter zunehmen werden. Es soll im „Darknet“ spezialisierte Dienstleister geben, die entsprechende Dienste bereits ab vier Dollar anbieten. Botnetze, die DDoS-Attacken ermöglichen, können sehr umfangreich sein. 2012 wurde ein Botnetz mit dem Namen Zeus ausgehoben, das 13 Millionen Rechner verteilt über mehrere Staaten umfasste. Das heißt, auf 13 Millionen Rechner wurde unbemerkt entsprechende Malware aufgespielt und stand für DDoS-Angriffe zur Verfügung. Das Risiko, solchen Angriffen ausgesetzt zu sein, ist also

Felix Hufeld, Präsident, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn und Frankfurt am Main

Heftige Cyberattacken können im Zeitalter der Digitalisierung gravierende Auswirkungen haben und selbst die staatliche Ordnung empfindlich stören. In Extremfällen können sie die öffentliche Verwaltung und Versorgung bedrohen, wirtschaftliche Abläufe aus den gewohnten Bahnen bringen und wichtige Schutzmechanismen außer Kraft setzen. Vor diesem Hintergrund muss sich auch die Finanzdienstleistungsaufsicht mit den Szenarien rund um die Cybersicherheit beschäftigen. Der Autor schärft das Bewusstsein der Branche mit drei markanten Praxisbeispielen und mahnt die betroffenen Unternehmen, die Sicherheitsstandards ihrer IT-Infrastruktur auf ein angemessenes Niveau zu bringen. Allerdings will er auch die Chancen einer digitalisierten Welt keineswegs ausblenden und plädiert für eine konstruktive Offenheit gegenüber den Ideen neuer Fintech-Unternehmen. (Red.)

sehr ernst zu nehmen. Die Bankenaufsicht geht davon aus, dass die Institute dieses hohe Cyberrisiko entsprechend den Anforderungen nach KWG (§ 25a Abs. 1 KWG) in ihr Risikomanagement einbeziehen und sich auf diese Angriffe vorbereiten.

Das zweite Beispiel betrifft einen modernen, international organisierten Cyberdiebstahl, der eine arabische Bank¹⁾ getroffen hat. Im Februar 2013 hoben Kriminelle innerhalb von zehn Stunden in 36 000 Transaktionen zirka 40 Millionen Dollar weltweit in 24 Staaten²⁾ an Geldautomaten ab. Auch in Deutschland. Wie konnte das geschehen? Zunächst drangen die Kriminellen in das IT-System eines Kreditkartenabwicklers ein und erhöhten dort die Verfügungsmitel von zwölf Kreditkartenkonten. Dann kopierten sie die Magnetstreifenkarten und verteilten diese weltweit an ihre Handlanger. In einer konzertierten Aktion hoben anschließend hunderte von Helfern Geld ab.

International organisierter Cyberdiebstahl

Was sind die Lehren aus diesem Cyberdiebstahl? Erstens: Sicherheitsstandards sind nicht nur von Instituten, sondern auch von ihren Dienstleistern konsequent einzuhalten. Banken wiederum haben die Einhaltung der Anforderungen bei ihren IT-Dienstleistern konsequent zu überwachen. Das erwartet auch die BaFin. Zweitens: Cyberisiken werden nicht nur von Einzelnen oder kleinen Gruppen von Hackern verursacht. Wir haben es teils mit arbeitsteilig organisierten Strukturen zu tun, die bis zu 50 000 Kriminelle umfassen sollen. Drittens: Magnetstreifenkarten sind unsicher.

Beim letzten Beispiel soll sich der verursachte Schaden über einen Zeitraum von zwei Jahren auf insgesamt eine Milliarde Dollar summiert haben. Es geht um die Carbanak-Gang, die hochprofessionell agierte. Seit 2013 soll diese Gang laut Kaspersky bis zu 100 Banken in nahezu 30 Staaten, darunter auch Deutschland, geschädigt haben. Zunächst erhielten Mitarbeiter dieser Banken eine Mitteilung per Mail. Die Mail war so Vertrauen einflößend gestaltet, dass die Empfänger eine angehängte Worddatei öffneten, wodurch im Hintergrund das Herunterladen einer angehängten Malware auf den PC des Mitarbeiters aktiviert wurde. Die Hacker installierten eine Hintertür und erlangten die

Kontrolle über den PC. Von diesem PC verbreiteten sie die Malware auf die PCs anderer Mitarbeiter.

Das eigentliche Ziel war der PC des Administrators. Nachdem auch dieser übernommen war, schalteten sich die Hacker auf die PCs der Mitarbeiter der Bank und studierten zunächst über längere Zeit deren Arbeitsweise, insbesondere den Umgang mit den Zahlungssystemen. Dann agierten sie wie Bankmitarbeiter. Sie veranlassten beispielsweise Swift-Überweisungen von bestehenden Konten oder legten neue Konten mit Guthaben an, von denen sie wiederum Überweisungen tätigten.

Ein alarmierendes Niveau

Die Vorgehensweise der Carbanak-Gang wird im Fachjargon als Advanced Persistent Threat (APT) bezeichnet, was für einen komplexen, zielgerichteten und effektiven Angriff steht, bei dem mehrere Angriffsvektoren verknüpft werden. Bezeichnend ist, dass die Kriminellen zunächst in Ruhe ihre Opfer studierten und damit – bis zu vier Monate lang – Bankwissen aufbauten, bevor sie mit ihren Transaktionen loslegten. Diese waren im IT-System nicht als schädlich erkennbar, da die Täter die Berechtigung der Bankmitarbeiter auf den vorgesehenen Anwendungen nutzten und die Bankprozesse einhielten. Ein perfektes Verbrechen also? Nicht ganz. Die Carbanak-Gang flog auf, als ein manipulierter Geldautomat „verrückt“ spielte und über diese Anomalie die Untersuchung des Falles ausgelöst worden war.

Die Qualität der Cyberisiken im Finanzsektor hat ein alarmierendes Niveau erreicht. Ob und welche technischen Gegenmaßnahmen im Einzelnen möglich sind, bleibt den Spezialisten überlassen. Wichtig ist jedenfalls, dass wir uns der Risiken bewusst sind, die mit Cyberangriffen verbunden sind. Banken müssen aus diesen Angriffsmustern lernen und ihre Gegenmaßnahmen entsprechend ausrichten. Und sollten sie betroffen sein, gilt es, eng mit den zuständigen Strafverfolgungsbehörden (Bundeskriminalamt und Landeskriminalämter) und dem Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik zusammenzuarbeiten.

Auch die Aufsicht lernt aus dieser Entwicklung. So wurde inzwischen bei der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA)

eine Task-Force zu IT-Risiken gegründet, die neue Anforderungen an die IT-Organisation der Banken in Europa aufstellen wird und damit die Basis für eine einheitliche IT-Aufsicht legt. In Deutschland hat die BaFin in Zusammenarbeit mit der Bundesbank in den vergangenen zwei Jahren Prüfungsmodul zu IT-Prüfungen erarbeitet und wird dieses Know-how sowohl bei den Arbeiten der EBA als auch in den Single Supervisory Mechanism (SSM) einbringen.

Die EZB beschäftigt sich derzeit besonders mit der Widerstandsfähigkeit der bedeutenden Banken gegen Cyberangriffe (sogenannte Cyber Resilience) und wird nach Auswertung der Erhebungen über weitere Maßnahmen entscheiden. Aber wie gesagt: Auch für die Aufsichtsbehörden – wir befinden uns gerade in einer gewaltigen Lernkurve – ist dieses Thema nur im Zusammenspiel von aufsichtlichem, technischem und kriminalistischem Know-how zu bewältigen.

Angesichts der Risikolage im Cyberraum ist es nur konsequent, dass der deutsche Gesetzgeber im Kontext der deutschen Cybersicherheitsstrategie am 12. Juni 2015 das IT-Sicherheitsgesetz verabschiedet hat. Danach soll die Cybersicherheit in Deutschland in sogenannten kritischen Infrastrukturen auf einem hohen Niveau aufrechterhalten werden. Und das Finanz- und Versicherungswesen ist eine solche kritische Infrastruktur. Die BaFin wird das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik bei der weiteren Ausgestaltung des Gesetzes beziehungsweise der danach zu erlassenden Verordnung unterstützen.

Cyberchancen

Von den Cyberisiken – die es sozusagen aus der Defensive zu beherrschen gilt – nun zur offensiven Seite, den Cyberchancen. Der Cyberraum ist ein virtueller Begegnungsraum und damit zugleich ein potenzieller Marktplatz. Jeder kann seine Produkte und Dienstleistungen über einen Webauftritt ins Netz stellen und hat damit im Grunde die Chance, weltweit digital Geschäfte zu tätigen. Kein Wunder also, dass die Digitale Agenda der Europäischen Union die Schaffung eines digitalen europäischen Binnenmarkts als eine der wichtigsten strategischen Maßnahmen der EU benannt hat. Dies soll zur Wirtschaftsbelebung in den Mitgliedsstaaten beitragen.

Aber dieses Ziel kann nur dann erreicht werden, wenn eine Grundbedingung erfüllt ist, und diese heißt Vertrauen. Nur wenn der Konsument davon ausgehen kann, dass er bei der Nutzung der Internetangebote nicht betrogen wird und seine Daten sicher sind, wird er sich auf dem digitalen Marktplatz bewegen.

Deshalb zählt die Gewährleistung der Netz- und Informationssicherheit zu den strategischen Zielen der digitalen Agenda 2020. Hier wird nochmals deutlich, dass die Gewährleistung der Cyber- und IT-Sicherheit kein isolierter und nur kostenverursachender Selbstschutz ist. Cybersicherheit ist die unabdingbare Basis dafür, dass Finanzinstitute auch die Chancen des digitalen Binnenmarktes ausschöpfen können.

Es stellt sich die Frage, ob es sich für Banken überhaupt lohnt, in den digitalen Binnenmarkt zu investieren. Reicht es nicht aus, die Kunden über ein dichtes Filialnetz und allgemein über Werbung zu erreichen? Die Antwort hierauf ist natürlich ein klares Nein. Der Fortschritt in der Informationstechnologie hat die Lebensgewohnheiten der Menschen stark verändert. Heute hat fast jeder einen PC mit Internetzugang. Das Smartphone setzt seinen Siegeszug unbeirrt fort und schon wartet mit der digitalen Uhr der nächste Innovationschub. Das reale Leben verlagert sich immer mehr ins Internet, wo inzwischen fast alles erledigt werden kann. Die Cloud erscheint als der Ort für Innovationen. Kleine und große Unternehmen der Internetbranche treiben dies erfolgreich voran und mischen ganze Branchen auf, etwa die Musikindustrie und das Verlagswesen. Viel-

leicht wird das selbstfahrende Auto künftig nicht mehr von traditionellen Autokonzernen produziert, sondern von einem Internetunternehmen.

Erfolgsgeschichten der Internetbranche

Haben Internetkonzerne und junge Start-ups den Finanzsektor vergessen? Nein, ganz und gar nicht. Sie sind seit Jahren dabei, auch in diesem Bereich die Chancen des digitalen Marktes konsequent zu nutzen, und nehmen dabei eine Vorreiterrolle ein. Diese Unternehmen, die gerne als Fintechs bezeichnet werden, zeigen eindrucksvoll, welche Möglichkeiten das Internet hergibt. Sie reichen von Crowdfunding über Peer-to-Peer-Lending und Finanzforen bis hin zu völlig neuen Zahlungsdiensten.

Gerade im Zahlungsverkehr sehen vor allem die etablierten Internet-, Software- und Hardwareschmieden große Chancen. Egal von welchem Geschäftsmodell sie ursprünglich herkommen, alle arbeiten an technisch neuen Lösungswegen. Inzwischen verfügen mehrere dieser Unternehmen über eine Lizenz für Zahlungsdienstleistungen (zum Beispiel: Google – E-Geldlizenz in London; Facebook – E-Geldlizenz in Irland) oder eine Vollbanklizenz (Paypal in Luxemburg).

Ein Beispiel, wie erfolgreich die Chancen des digitalen Marktes genutzt werden können, ist das chinesische Unternehmen Alibaba. Das Unternehmen startete ursprünglich wie Ebay als Online-Handelsplattform, erweiterte sein Geschäftsmodell

dann mit einer Tochter im Zahlungsverkehr. Inzwischen hat die Alibaba-Gruppe auch das Einlagengeschäft sowie die Vergabe von Händlerkrediten im Angebot. Die Alibaba-Gruppe ist nun auch in den USA aktiv und machte 2014 mit dem bislang größten Börsengang von sich reden, der 21,8 Milliarden Dollar in die Firmenkasse brachte – das Fundament für weitere Expansionen. Alibaba unterhält auch eine deutsche Website.

Diese und noch weitere Erfolgsgeschichten der Internetbranche sprechen dafür, dass es sich auch für deutsche Institute lohnt, in den digitalen Binnenmarkt zu investieren. Hinzu kommt der zunehmende Wettbewerbsdruck, daneben das regulatorische Umfeld. Die europäische Zahlungsdienst-Richtlinie dient dem Zweck, den digitalen Binnenmarkt mit einem einheitlichen Zahlungsverkehrsraum zu flankieren. Im vergangenen Jahr wurde Sepa (die Single European Payments Area) umgesetzt, und dieses Jahr soll die überarbeitete Zahlungsdienst-Richtlinie (ZDR II) verabschiedet werden.

Die neue Zahlungsdienst-Richtlinie wird sogenannte Dritte Zahlungsdienstleister einer Aufsicht zuführen und damit gleichen Anforderungen wie traditionelle Zahlungsdienstleister unterwerfen. Traditionelle Zahlungsdienstleister hingegen müssen dann den Zugriff der Dritten Zahlungsdienstleister auf die Konten ihrer Kunden zulassen. Wettbewerbspolitisch betrachtet bezwecken die neuen Regelungen deshalb eine Marktöffnung und die Förderung des digitalen Wettbewerbs. So werden alle Banken Europas durch die Europäische Kommission

ABS.pilot - die neue Business Class von fidis. Software für Asset-Backed Securities

ABS PILOT

Mit ABS.pilot auf Erfolgskurs

- Schneller Produktivstart
- Optimaler Überblick
- Effiziente Instrumente
- Maximale Sicherheit

ABS.pilot – Das Trust Center für ABS-Transaktionen auf Basis von Handelsforderungen

Vorteile. Mit ABS.pilot werden große Datenmengen besonders performant und vollautomatisch verarbeitet.

Jederzeit kann auf Einzelbelegebene die Historie von ABS-Transaktionen vollständig nachvollzogen werden und zwar inklusive Ankaufs-, Finanzierungs- und Sperrbetrag.

ABS.pilot kann als gehostete ASP-Server-Lösung betrieben werden und ist daher sofort einsatzbereit.



fidis.

auf die digitalen Chancen oder – je nach Perspektive – auch Bedrohungen aufmerksam gemacht.

Fehlentwicklungen identifizieren und Chancen aufzeigen

Warum interessiert sich die deutsche Aufsicht für diese Entwicklung? Weil wir potenzielle Fehlentwicklungen der Institute identifizieren müssen. Dazu gehört auch, Veränderungen beziehungsweise Chancen aufzuzeigen, deren Missachtung letztlich zum Verlust von Marktanteilen, sinkender Rentabilität und Wettbewerbsfähigkeit führen kann. Die Banken sind heute mehr denn je gehalten, nachhaltige Geschäftsstrategien aufzuweisen. Und die Aufsicht beschäftigt sich intensiv mit den Geschäftsstrategien. Der digitale Wandel erfordert eine Antwort der Banken auf diese Entwicklung. Er erfordert eine Digitalisierungsstrategie. Diese ist also auch ein Aufsichtsthema.

Sprechen Sie die richtigen Zielgruppen an!



**Handbuch
Zielgruppenmanagement**
Stephan Duttenhöfer/Bernhard
Keller/Stephan Vomhoff (Hrsg.)
2009. 488 Seiten, geb., € 69,00.
ISBN 978-3-8314-0827-6.

Ob im Privat- oder im Firmenkundengeschäft – die richtige Definition der eigenen Zielgruppen ist das A und O von erfolgreichem Marketing und Vertrieb eines Finanzdienstleisters.

Fritz Knapp Verlag

Postfach 111151 | 60046 Frankfurt a. M.
Tel. 069-970833-21 | Fax 069-7078400
E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de

Natürlich weiß ich, dass viele Finanzdienstleister auf diesem Gebiet bereits aktiv sind. Dem Privatkunden werden zahlreiche Finanzdienste und -produkte über das Internet angeboten. Auch über neue Zahlungsdienste wird nachgedacht oder sie sind bereits im Aufbau. Der Bankathon 2015³⁾ hat gezeigt, dass Banken und Fintechs gemeinsam neue Ideen entwickeln können. Problematisch wäre es daher, gewissermaßen aus traditioneller Sicht die IT noch immer vor allem als Kostenfaktor zu sehen und nicht als ein strategisches Instrument. Genauer beobachtet werden muss auch der Trend, dass immer mehr IT-Prozesse in die Cloud gegeben werden, wodurch neue Risiken geschaffen und IT-Expertise und mögliche Innovationsressourcen verloren gehen könnten.

Selbstverständlich können auch Banken den digitalen Wandel für sich und ihre Kunden nutzen. Die Herausforderung besteht darin, alle Geschäftsbereiche und Prozesse im Lichte digitaler Ökosysteme und Walled-Garden-Strategien zu prüfen und damit einen Strukturwandel anzustoßen. Die neuen Vertriebs- und Kommunikationskanäle müssen konsequent den Bedürfnisse der Retail-Kunden und der Internethändler angepasst werden. Das Silodenken der einzelnen Geschäftsbereiche sollte der Vergangenheit angehören. Der digitale Wandel bietet Banken die Gelegenheit, neue Geschäftsmodelle sofort unter Berücksichtigung der unabdingbaren IT-Sicherheit und des Datenschutzes zu entwerfen.

IT-Sicherheit einfordern und kontrollieren

Die Beherrschung von Cyber- und IT-Risiken ist eine Grundbedingung dafür, dass Banken die Chancen des digitalen Wandels ausschöpfen können. Dafür bedarf es einer Digitalisierungsstrategie, auch angesichts des Eintritts von Fintechs in die Geschäftsfelder der traditionellen Banken. In Europa treibt die Digitale Agenda diese Entwicklung voran. Die Richtlinie zur Netz- und Informationssicherheit und die Zahlungsdienste-Richtlinie II zielen darauf ab, Sicherheit und Fortschritt miteinander zu verbinden.

Cyberisiken werden weiter zunehmen. Sie gehören zu den Toprisiken eines jeden Unternehmens. Banken werden nur dann

wettbewerbsfähig bleiben, wenn sie die IT-Sicherheit entlang der gesamten Wertschöpfungskette auf allen IT-Ebenen gewährleisten können. Deswegen ist die IT-Sicherheit von den Banken konsequent bei ihren IT-Dienstleistern und IT-Zulieferern einzufordern und zu kontrollieren. Auch die EZB sieht die zunehmenden Cyberisiken an oberster Stelle der IT-Risiken der Banken und verlangt entsprechende Vorkehrungen. In die gleiche Richtung geht das gerade verabschiedete deutsche IT-Sicherheitsgesetz.

Keine digitale Demenz

Die BaFin wird sich deshalb dafür einsetzen, dass die operative IT-Aufsicht im Rahmen des SSM weiter verstärkt wird und die EBA einen europäischen Rechtsrahmen für die IT-Aufsicht entwickelt. Die aufsichtlichen Anforderungen müssen der steigenden Bedrohungslage und dem digitalen Wandel konsequent angepasst werden. Es könnte auch erforderlich werden, die Einhaltung dieser Anforderungen öfter und intensiver vor Ort zu überprüfen. Die Banken selbst sollten ihre Widerstandsfähigkeit durch regelmäßige Penetrationstests auf die Probe stellen.

Zum Schluss noch ein Wort der Hoffnung, dass die weltweite Digitalisierung nicht in die von Prof. Manfred Spitzer vorausgesagte digitale Demenz führen wird. Auch deshalb hat das vitale Leben und der direkte Kontakt zwischen den Menschen für mich immer noch Vorrang. Live und direkt.

Fußnoten

- 1) Bank of Muscat in Oman. Zwei Monate zuvor (12/2012) war eine andere Bank, die Rakbank in den Vereinigten Arabischen Emiraten, auf gleiche Weise geschädigt worden. Der Schaden belief sich hier auf 5 Millionen Dollar.
- 2) Einschließlich USA, Japan, Russland, Rumänien, Ägypten, Kolumbien, England, Sri Lanka und Kanada.
- 3) 15 Banken und 15 Fintechs trafen sich am 6. Mai 2015 auf der Fintech-Konferenz Exec I/O in Frankfurt und entwickelten innerhalb von 30 Stunden 27 neue Ideen für Bankingservices.

Der Beitrag basiert auf einer Rede des Autors auf dem Bundesbank Symposium „Bankenaufsicht im Dialog“ am 8. Juli 2015 in Frankfurt am Main. Zwischenüberschriften sind von der Redaktion eingefügt.



Michael Meister

Die neue Rolle von Verbriefungen in Deutschland und Europa

Es steht außer Zweifel, dass Verbriefungen durch die US-Subprime-Krise bis zu einem gewissen Grad diskreditiert wurden. Gleichwohl wäre es falsch, nun pauschal den Stab über Verbriefungen zu brechen. Die nachfolgenden Thesen sollen zu einer differenzierteren Sichtweise beitragen und erklären, welche Rolle sich für Verbriefungen in Deutschland und Europa in naher Zukunft ergeben kann und sollte.

These 1: Die US-Subprime-Krise ist seit 2008 gründlich analysiert worden. Die damals speziell im Verbriefungsbereich gemachten Fehler lassen sich identifizieren und künftig vermeiden.

Die krisenhafte Entwicklung des US-Subprime-Verbriefungsmarktes stellt sich historisch wie folgt dar: Seit den 1970er-Jahren hatten die sogenannten Government Sponsored Enterprises (GSEs, Fannie Mae und Freddie Mac) Immobiliendarlehen von Banken erworben. Dabei handelte es sich um relativ sichere (sogenannte conforming oder prime) Immobiliendarlehen. Diese Institute verkauften die Immobiliendarlehen verbrieft an Kapitalmarktinvestoren weiter und übernahmen dabei die Haftung für etwaige Ausfälle dieser Immobiliendarlehen.

Fehler künftig vermeiden

Entsprechend dem Fördergedanken der GSEs konnten Banken so ihre Kreditvergabe steigern. Denn die Banken konnten zum einen das Ausfallrisiko der Immobiliendarlehen abgeben, was sie eigenkapitalmäßig entlastete, und zum anderen standen den Banken die Erlöse der verkauften Immobiliendarlehen für eine Neukreditvergabe zur

Verfügung. Die Kreditqualität der ausgereichten Immobiliendarlehen war kein großes Problem, solange es sich um jene relativ sicheren und bonitätsstarken (conforming oder prime) Immobiliendarlehen handelte, die die GSEs ankauften und garantierten.

Mit der Zeit verlagerte sich das Verbriefungsgeschäft aber zunehmend zu sogenannten Private-Label- oder Non-Agency-Originatoren. Im Bemühen, nicht direkt

mit den GSEs zu konkurrieren, verbrieften diese Originatoren Immobiliendarlehen schlechterer Kreditqualität (sogenannte non-conforming oder subprime sowie Alt-A). Im Gegensatz zu den GSEs hafteten diese Originatoren auch nicht für etwaige Ausfälle der diesen Verbriefungen zugrunde liegenden Immobiliendarlehen. Mithilfe komplexer und undurchsichtiger Verbriefungs- und Tranchierungsstrukturen und auf Basis unzureichender Ratingmodelle erhielten diese Verbriefungen letztlich viel zu gute Ratings.

Krise aufgearbeitet – Markt nachreguliert

Auf dieser Basis expandierte der US-Markt für Immobilienverbriefungen ab Mitte der 90er-Jahre massiv. Zwischen 1996 und 2007 verdreifachte er sich nahezu (auf dann zirka 7,3 Billionen US-Dollar). Der Anteil von Subprime-Verbriefungen stieg dabei von 54 Prozent im Jahr 2001 auf 75 Prozent in 2006; dies nicht zuletzt, weil immer mehr Kreditnehmern Immobilienkredite fast aufgedrängt wurden, bei denen früh absehbar war, dass diese wohl nicht bedient werden können und die bei anderen Anreizstrukturen wohl auch nie begeben worden wären (Financial Crisis Inquiry Report, 2011). Ab 2007 zeigten sich erste Anzeichen der Krise am Immobilienmarkt. 2008 kam es zu Zusammenbrüchen von Banken, die in Subprime-Verbriefungen investiert oder einschlägige Tranchen einbehalten hatten, gefolgt von einer globalen Kreditklemme und Rezession.

In der Folge wurde die Krise umfassend aufgearbeitet. Seit 2007 wurde der Ver-

Dr. Michael Meister, MdB, Parlamentarischer Staatssekretär, Bundesministerium der Finanzen, Berlin

In der Rückschau lässt sich aus der Sicht des Autors zwar nachvollziehen, dass eine deutliche Gewichtsverlagerung hin zu der Variante Subprime-Verbriefungen in den USA die Entstehung der Branchenkrise maßgeblich mitverursacht hat. Bei allem Wissen um diese Hintergründe und eine ohnehin teils ungleich bessere Entwicklung europäischer Verbriefungsprodukte registriert er nach der Aufarbeitung der Krise und der inzwischen erfolgten Nachregulierung gleichwohl eine deutlich geringere Dynamik an den europäischen Verbriefungsmärkten. Einfach alle Verbriefungen in einen Topf zu werfen und dann sicherheitshalber kollektiv aufsichtlich streng zu regulieren hält er für verfehlt und plädiert für eine transparente Differenzierung. Geeignete Kriterien für gute Verbriefungen zu identifizieren und zu formulieren sieht er als eine wesentliche Aufgabe der europäischen Politik und sagt für diesen Prozess die Unterstützung vonseiten der Bundesregierung zu. (Red.)

brieferungsmarkt umfassend nachreguliert, um alle wesentlichen Schwachpunkte der US-Subprime-Erfahrungen zu adressieren.

These 2: Bei Weitem nicht alle Verbriefungen sind so schlecht gelaufen wie US-Subprime-Verbriefungen. Speziell europäische Verbriefungen schließen sich teilweise ausnehmend gut.

Im Gegensatz zu US-Subprime-Verbriefungen zeigten europäische und besonders deutsche Verbriefungen keinerlei Auffälligkeiten. Sie stellten sich in ihrer Entwicklung während und nach der Finanzkrise positiv dar. Selbst in Ländern wie Spanien, die von einer Immobilienblase unmittelbar betroffen waren, war die Entwicklung insgesamt gut. Laut Standard & Poor's (2013) wiesen europäische Verbriefungen zwischen 2007 und 2013 eine Ausfallquote von 2,5 Prozent auf, deutlich weniger als jene 18,4 Prozent, die der gesamte US-Verbriefungsmarkt im Vergleichszeitraum verzeichnete – und dies bei insgesamt eher schlechterer Wirtschaftsentwicklung in Europa.

Besonders robust zeigten sich dabei folgende europäische Produkte: Wohnimmobilienverbriefungen, Kreditkartenverbriefungen und KMU-Verbriefungen (CLOs). Sie wiesen im Betrachtungszeitraum 2007 bis 2013 lediglich marginale Ausfallquoten von 0,10 Prozent, 0,00 Prozent beziehungsweise 0,41 Prozent auf.

Brücke zwischen Banken- und Kapitalmarktfinanzierung

These 3: Grundsätzlich können Verbriefungen einen wertvollen Beitrag zur Finanzierung der Realwirtschaft leisten. Denn sie schlagen eine Brücke zwischen Bankenfinanzierung und Kapitalmarktfinanzierung und finanzieren teilweise die Realwirtschaft direkt.

Die Finanzierung der Wirtschaft läuft in Europa größtenteils über das Bankensystem. Anders als in den USA spielen Kapitalmärkte eine vergleichsweise geringe Rolle. Schätzungen gehen davon aus, dass die Fremdfinanzierung in Europa zu 80 Prozent bankbasiert ist, im Unterschied zu 20 Prozent in den USA (EFC High Level Expert Group 2013).

Um die Finanzierungsstruktur in Europa möglichst breit aufzustellen, können Ver-

brieferungen eine wichtige Rolle spielen. Sie können

(a) dazu beitragen, die Bankbilanzen zu entlasten und die Bankenrefinanzierung zu diversifizieren. Dies ermöglicht den Banken zusätzliche Kreditvergabe. Sie tragen insbesondere

(b) dazu bei, dass Investitionsmittel von Nichtbanken in die Realwirtschaft gelenkt werden. Und sie können

(c) der Realwirtschaft auch direkt eine weitere Finanzierungsquelle neben dem Bankkredit eröffnen, indem die Realwirtschaft ihre Kundenforderungen oder Leasingforderungen verbrieft.

Hinreichend differenziert?

Insbesondere KMUs leiden normalerweise darunter, dass sie zu klein sind, um den Kapitalmarkt direkt zu nutzen. Verbriefungen können hier eine wertvolle Brücke schlagen.

These 4: Infolge der Krise wurde der Verbriefungsmarkt intensiv reguliert. Dies war notwendig. Gleichwohl ist angesichts der seitdem relativ geringen Verbriefungsvolumina zu fragen, ob die Regulierung hinreichend differenziert zwischen „guten“ (einfachen, transparenten und standardisierten) Verbriefungen und „schlechten“ Verbriefungen. Eine Situation, in der einfach alle Verbriefungen in einen Topf geworfen und dann sicherheitshalber alle aufsichtlich streng reguliert werden, sollte vermieden werden.

Europäische Verbriefungsprodukte haben die Krise viel besser überstanden als amerikanische. Gleichwohl haben sich seitdem die amerikanischen Verbriefungsmärkte

dynamischer entwickelt als die europäischen. Während in den USA das Volumen im Jahr 2013 bereits wieder bei 75 Prozent des Vorkrisenniveaus lag, lag es in Europa lediglich bei 40 Prozent, und dies auch nur, wenn man einbehaltene Verbriefungen berücksichtigt (Bank of England/ECB 2014).

Auch wenn die unterschiedliche Entwicklung teilweise der amerikanischen Verbriefungsförderung über die GSEs geschuldet sein mag, ist doch zu fragen, ob die Regulierung hinreichend differenziert zwischen „guten“ und „schlechten“ Verbriefungen. Die Subprime-Krise hat gezeigt, wie heterogen Verbriefungen sein können. Von toxischen, für den Investor unverständlichen Produkten bis hin zu einfachen und transparenten Strukturen ist alles denkbar. Hierauf muss die Regulierung eingehen. Eine Situation, in der einfach alle Verbriefungen in einen Topf geworfen und dann sicherheitshalber kollektiv aufsichtlich streng reguliert werden, gilt es zu vermeiden. Denn dies würde die Realwirtschaft um die Vorteile guter Verbriefungen bringen.

Kriterien für „gute“ Verbriefungen

Der Weg vorwärts scheint damit klar. Es muss darum gehen, Kriterien für „gute“ Verbriefungen zu entwickeln. Diese Verbriefungen können dann entsprechend ihrer höheren Qualität risikoadäquat regulatorisch entlastet werden. Bei diesen „guten“ Verbriefungen kann es sich im Übrigen grundsätzlich auch um Verbriefungen von eher riskanten Krediten handeln. Wichtig ist nur, dass dies für den Investor klar erkennbar ist, er also weiß, welches Risiko er eingeht, sodass Risiken entsprechend bepreist werden können. Es geht insofern also um die strukturelle Qualität (Einfachheit, Transparenz, Standardisierungsgrad) dieser Verbriefungen.

In ihrem Arbeitsprogramm für 2015 hat sich die EU-Kommission vorgenommen, eine entsprechende Initiative im Rahmen des Projekts Kapitalmarktunion voranzutreiben. In einem ersten Schritt gilt es, entsprechende Kriterien zu identifizieren. Hierbei kann auf Arbeiten zurückgegriffen werden, wie sie im Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), bei der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) und bei der europäischen Bankenaufsicht EBA bereits geleistet worden sind. Wichtig erscheint, das Spektrum zulässiger Papiere grundsätzlich zunächst



breit anzulegen, gleichzeitig aber strenge und konkrete Kriterien für die Verbriefung zu fordern.

Unterstützung für den europäischen Prozess

So sollten beispielsweise synthetische Verbriefungen und Asset-Backed Commercial Papers nicht von vornherein außen vor gelassen werden. Unter der Voraussetzung, dass sich hierfür angemessene Kriterien finden lassen, wäre eine Einbeziehung derartiger Papiere durchaus wünschenswert, dienen sie doch oftmals insbesondere der KMU-Finanzierung. Die Bundesregierung hat sich gegenüber der EU-Kommission für einen derartigen Prüfprozess eingesetzt.

In einem zweiten Schritt sind dann die regulatorischen Vorgaben angemessen anzupassen – und zwar entsprechend der höheren strukturellen Qualität der Verbriefungen. Grundsätzlich tangieren diverse europäische Regelwerke die Regulierung

von Verbriefungen. Hierzu zählen die Capital Requirements Regulation für Banken, die Solvency-II-Richtlinie für Versicherer sowie die europäischen Vorgaben im Investmentfondsbereich. Speziell mit Blick auf Transparenz und Informationspflichten sind daneben auch die Credit Rating Agency Regulation (CRA III) und die Prospektrichtlinie einschlägig.

Nachhaltigen Verbriefungsmarkt entwickeln

Deutschland unterstützt und begleitet den skizzierten europäischen Prozess eng. Für die Bundesregierung geht es aktuell darum, für die Steuerung und Messung des Erfolges dieses Prozesses sinnvolle Maßstäbe zu finden. Ex post ist dies einfach (Entwicklung eines nachhaltigen, sich selbst tragenden, der Realwirtschaft dienenden Verbriefungsmarktes), doch Ex-post-Betrachtungen helfen nicht bei der Gestaltung des Prozesses. Vor allem zwei Maßstäbe kommen in Betracht: Zum einen

müssen die eng einzubindenden Aufseher bestätigen, dass die Initiative risikoseitig vertretbar ist (also nicht zu „mutig“ oder gar eine Gefahr für die Finanzstabilität in sich bergend). Und zum anderen müssen Marktteilnehmer bestätigen, dass die Initiative wirksam ist (also „mutig“ genug, um für die Finanzierung der Realwirtschaft tatsächlich einen Fortschritt darzustellen).

Literaturverzeichnis

- Bank of England/ECB (2014) The case for a better functioning securitisation market in the European Union, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_case_better_functioning_securingisation_marketen.pdf
- EFC High Level Expert Group (2013) Report of the EFC High Level Expert Group on SME and Infrastructure Financing, http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf
- Financial Crisis Inquiry Report (2011) Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States, Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Standard & Poor's (2013) Transition Study: Six years on, Standard & Poor's Capital IQ, December 2013.

d+s.com



Mit Corelux Liquidität und Risiko einfach flexibel steuern.

Portfoliofinanzierung – das effiziente Instrument für Unternehmen

Verkauf und Verbriefung von Forderungsportfolien sind wesentliche Bausteine in der Unternehmensfinanzierung. Unsere Ankaufs- und Refinanzierungsplattform Corelux bietet eine wirksame Liquiditäts-, Risiko- und Eigenkapitalsteuerung für Handels- und Industriekunden sowie für Leasinggesellschaften. Ganz neu ist eine standardisierte Version von Corelux für den Mittelstand: Schneller Einstieg. Einfache Abwicklung. Mit deutscher Dokumentation und mit deutschsprachigen Ansprechpartnern. Weitere Informationen finden Sie unter

► www.bayernlb.de/verbriefungen

Erfolgsvoraussetzungen der privaten Infrastrukturfinanzierung

Internationale Vergleichsstudien lassen wenig Zweifel daran, dass sich die Qualität der Infrastruktur in Deutschland über die letzten Jahre verringert hat.¹⁾ Allerdings kann man die Qualität des Wirtschaftsstandorts Deutschland nicht an einem einzelnen Vergleichsindikator festmachen. Und selbstverständlich gibt es im globalen Vergleich viele Länder, die erst noch eine leistungsfähige Wirtschaft und eine moderne Infrastruktur aufbauen müssen und schon deshalb einen entsprechend hohen Investitionsbedarf haben.

Nennenswerter Nachholbedarf

Dennoch deckt sich dieser statistische Befund in gewisser Hinsicht mit dem, was viele Unternehmen ebenso wie Bürger Tag für Tag vor Ort erleben: Bei der öffentlichen Infrastruktur liegt viel im Argen. Auffällige Autobahnbrücken müssen umfassend saniert und zu diesem Zwecke gesperrt werden; Hauptschlagadern des Verkehrsnetzes werden so lahmgelegt. Um die Verfügbarkeit von leistungsfähigen Breitbandanschlüssen ist es in einigen Regionen schlecht bestellt. Eine aktuelle Online-Befragung des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie von mehr als 1000 kommunalen Finanzverantwortlichen zeigt zudem, dass sich in vielen Städten und Gemeinden auch in weiteren Infrastrukturbereichen nennenswerte Nachholbedarfe angestaut haben.²⁾ Vor diesem Hintergrund ist wenig überraschend, dass mittlerweile zwei Drittel der Deutschen der Auffassung sind, dass zu wenig Geld in die Infrastruktur investiert wird. Vor zwei Jahren fand das nur etwas mehr als die Hälfte der Bürger.³⁾

Ausgehend von der – seitens der Wissenschaft und Politikberatung gut abgesicherten – Erkenntnis, dass eine leistungsfähige Infrastrukturausstattung eine wesentliche

Voraussetzung für private Investitionen und die Wettbewerbs- und Zukunftsfähigkeit einer Volkswirtschaft ist, stellt sich zwangsläufig die Frage, wie künftig die Voraussetzungen für eine zielgerichtete und wirtschaftliche Infrastrukturbereitstellung verbessert werden können. Welches Entwicklungspotenzial besteht hier in Deutschland?⁴⁾

Bei der Suche nach Antworten auf diese Frage muss man auch für die private Finanzierung von Infrastrukturvorhaben offen sein. Zum einen wird Infrastruktur in

Deutschland schon heute in vielen Bereichen von privaten Unternehmen bereitgestellt. Dies gilt etwa für die Energie- und Breitbandnetze. Aufgabe der Politik ist es, hier die Rahmenbedingungen so zu setzen, dass Unternehmen von sich aus in den Ausbau der Infrastruktur investieren.

Zum anderen existieren auch in traditionelleren Infrastrukturbereichen wie Straßenbau oder öffentlichen Gebäuden durchaus noch Potenziale für private Finanzierung. Zwar stammen die Einkommensströme dieser Investitionsprojekte in den meisten Fällen aus Haushaltsmitteln. Nutzergebühren – wie zum Beispiel Mautentnahmen auf Bundesfernstraßen – kommen derzeit nur in bestimmten Bereichen infrage. Ihre Ausweitung müsste zudem von Steuererleichterungen begleitet werden, um die Gesamtbelastung von Unternehmen und Haushalten nicht zu erhöhen. Deswegen ist private Finanzierung – entgegen mancher naiver Anfangserwartung – kein Heilmittel für fiskalisch bedrängte öffentliche Haushalte und kein Substitut für solide Haushaltspolitik. Dennoch kann sich eine richtig strukturierte Beteiligung privater Finanzierung aus der Sicht der öffentlichen Haushalte durchaus lohnen. Durch höhere Effizienz, besserer Risikoteilung und höhere Flexibilität kann private Finanzierung öffentlichen Auftraggebern grundsätzlich „value for money“ bieten.

Hohes Interesse von Investoren

Infrastrukturinvestitionen werden deshalb auch künftig, und in Zukunft möglicherweise zunehmend, von privaten Investoren (mit)finanziert werden. Dies ist möglich, denn es sind grundsätzlich genügend freie Finanzmittel vorhanden und institutionelle Investoren mit langfristigem Anlagehorizont – wie zum Beispiel Versicherer oder Pensionskassen – haben angesichts des

Dr. Jeromin Zettelmeyer, Leiter der Wirtschaftspolitischen Abteilung, und Dr. Bastian Alm, Referent Finanzpolitik und konjunkturelle Koordination in der Wirtschaftspolitischen Abteilung, beide Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi), Berlin

Dass es hierzulande gewisse Lücken in der Infrastrukturausstattung gibt beziehungsweise vorhandene Bereiche einer Erneuerung bedürfen, wird in der öffentlichen Debatte kaum bestritten. Inwieweit die Beteiligung privater Investoren ein geeigneter Weg ist, wird freilich unterschiedlich beurteilt. Die Autoren registrieren zwar ein grundsätzliches Interesse privater Investoren an einem deutlich stärkeren Engagement, räumen aber die Notwendigkeit ein, die vorhandenen Rahmenbedingungen auf Widerspruchsfreiheit zu überprüfen. Impulse versprechen sie sich dabei nicht zuletzt von der Arbeit einer vom Bundeswirtschaftsministerium eingesetzten Expertenkommission, die im Frühjahr dieses Jahres ihren Abschlussbericht vorgelegt hat. Aber sie sehen auch die Finanzdienstleister in der Pflicht, sich konstruktiv an den Überlegungen über geeignete Ansätze zur zusätzlichen privaten Infrastrukturfinanzierung zu beteiligen. (Red.)

Niedrigzinsumfeldes auch ein hohes Interesse daran, in diese Anlageklasse zu investieren. Zudem passt die Langfristigkeit von Infrastrukturinvestitionen mit sicheren, planbaren und stetigen Rückflüssen gut zum langfristig ausgerichteten Geschäftsmodell dieser Anleger. Trotz dieser Grundkonstellation hat in Deutschland die Infrastrukturfinanzierung durch institutionelle Investoren jedoch noch nicht richtig angezogen. Daraus kann geschlossen werden, dass bei dieser Anlageart noch Hemmnisse bestehen könnten.

Auf ein Hindernis wird immer wieder hingewiesen: Es bedarf einer hinreichenden Zahl von geeigneten Infrastrukturprojekten, aus der Anleger wählen können und über die Anleger die Risiken diversifizieren können. Darüber hinaus bedarf es aber an einigen Stellen auch einer Anpassung der Finanzmarktregulierungsvorschriften, um die Attraktivität von Anlagen in Infrastrukturprojekten zu erhöhen, ohne dabei die Finanzstabilität zu gefährden.

Widerspruchsfreie Rahmenbedingungen schaffen

Die Bundesregierung hat mit der Überarbeitung der Anlageverordnung Anfang dieses Jahres die Möglichkeiten von Versicherern und Pensionskassen für Investitionen in Infrastruktur verbessert. Allerdings werden für die meisten Versicherer ab 2016 die Vorschriften des Aufsichtssystems Solvency II gelten und die Anlageverordnung somit ihre Gültigkeit verlieren. Es ist daher wichtig, dass Infrastrukturinvestitionen auch unter Solvency II attraktiv bleiben.

Hier ist auf europäischer Ebene einiges in Bewegung. Gemäß Solvency II müssen Versicherer ihre Kapitalanlagen risikogerecht mit Eigenmitteln unterlegen. Allerdings erschienen Versicherungen die ursprünglich vorgesehenen Anforderungen an die Eigenmittelunterlegung für Infrastrukturinvestitionen teilweise zu hoch. Im Ergebnis hätten diese Vorschriften also die Mobilisierung privaten Kapitals für Infrastrukturinvestitionen übermäßig erschweren können.

Die Europäische Kommission hat sich dieser Problematik angenommen und die europäische Versicherungsaufsicht EIOPA Anfang des Jahres um Prüfung gebeten, ob eine Anpassung der Eigenmittelunterle-

gung von Infrastrukturinvestments geboten ist. Das vorliegende EIOPA-Konsultationspapier zu diesem Thema lässt eine gewisse Anpassung der Eigenmittelunterlegung für bestimmte Infrastrukturinvestitionen erwarten. Derzeit plant EIOPA, die technischen Empfehlungen bis Ende September an die Europäische Kommission zu übermitteln.

Investitionen beschleunigen und verstetigen

Neben diesen beiden – auf die Versicherer zugeschnittenen – Regulierungsvorschriften gilt es auch die übrigen Vorschriften im Auge zu behalten. Über das unbestrittene Oberziel der Finanzmarktstabilität hinaus müssen Finanzmarktregulierungsvorhaben stets auch mit Blick auf ihre Auswirkungen auf die Investitionsbereitschaft von Investoren geprüft werden. Dieses ist zwar ein permanentes und mühseliges Unterfangen, aber unerlässlich, um attraktive und möglichst widerspruchsfreie Rahmenbedingungen der Finanzmarktregulierung für Infrastrukturinvestitionen zu schaffen.

Damit Deutschland bei den Investitionen – wohlgerne bei den öffentlichen wie bei den privaten – im internationalen Vergleich wieder in die Spitzengruppe vorstoßen kann, bedarf es aber auch noch weiterer Anstrengungen. Ende April hat die von Bundesminister Gabriel eingesetzte Expertenkommission unter Leitung von Prof. Fratzscher in ihrem Abschlussbericht interessante Wege zur Stärkung von Investitionen in Deutschland aufgezeigt.⁵⁾ Auf Grundlage der Handlungsempfehlungen der Fratzscher-Kommission prüft die Bundesregierung derzeit, in welchen Bereichen wirkungsvolle Konzepte entwickelt werden können – gerade im Hinblick auf die Rolle privater Infrastrukturfinanzierung im öffentlichen Interesse.

Im Bereich der öffentlichen Investitionen geht es beispielsweise um die Verbesserung der Leistungsfähigkeit der Verkehrswege. Kritik am System der Auftragsverwaltung der Bundesfernstraßen wurde bereits von vielen Seiten geäußert. So wies etwa der Bundesrechnungshof schon mehrfach auf die zu geringe Kosteneffizienz und lange Planungs- und Genehmigungsverfahren hin.⁶⁾ Sein Vorschlag war, Aufgaben, Kompetenzen und finanzielle Verantwortung zusammenzuführen.

Ähnlich sieht es auch die Fratzscher-Kommission und regt an, dass die Finanzierungsverantwortung sowie Bau, Instandhaltung und Betrieb „aus einer Hand“ erfolgen sollten. Dieser Ansatz überzeugt: Eine einzige verantwortliche Gesellschaft kann effizienter und schneller bauen – gerade vor dem Hintergrund des bestehenden Investitionsstaus ein wichtiges Kriterium.

Entscheidend ist, dass eine solche Gesellschaft durch ihre Unabhängigkeit vom übrigen Haushalt und durch die Bündelung von Kompetenzen dafür sorgen kann, Investitionen im Verkehrsbereich zu beschleunigen und zu verstetigen. Mit dem Ziel, auch die grundlegenden Schwächen beim Bau, Betrieb und der Erhaltung der Bundesfernstraßen zu beheben, wird die Bundesregierung gemeinsam mit den Ländern neue Strukturen prüfen.

Beratungsangebot in allen Phasen von Investitionsprojekten

Potenziale für strukturelle Verbesserungen existieren auch auf der Ebene der kommunalen Infrastrukturbereitstellung. In der einleitend genannten Kommunalumfrage des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie ist deutlich geworden, dass ein enormer Bedarf auch an nicht-finanzieller Unterstützung bei Investitionen besteht. Es geht den Kommunen dabei um ein Beratungsangebot in allen Phasen von Investitionsprojekten, vor allem bei Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen, aber auch bei den Themen Ausschreibung, Vergabeverfahren, Angebotsbewertung, Vertragsgestaltung und Evaluation der Vorhaben. Die Fratzscher-Kommission hat hierzu eine vielversprechende Lösung vorgeschlagen, nämlich die Gründung einer „Infrastrukturgesellschaft für Kommunen“.

Wichtig ist dabei: Damit eine solche Einrichtung einen echten Mehrwert bieten kann, muss die Beratung erstens neutral sein: Es darf nicht zu einer pauschalen Bevorzugung von ÖPP gegenüber konventioneller Beschaffung oder umgekehrt kommen. Zweitens geht es nicht um eine Bevormundung der Kommunen. Die Beratung sollte ein Angebot und keine Verpflichtung und grundsätzlich erschwinglich sein. Drittens sollte die Beratung möglichst umfassend sein und gerade auch bei der konventionellen Beschaffung alle Phasen des Lebenszyklus nach dem Prinzip

„Hilfe zur Selbsthilfe“ umfassen. Viertens sollte das Ziel darin bestehen, dass die Beratungsleistungen von allen Kommunen im Bundesgebiet – und gegebenenfalls auch von weiteren staatlichen Ebenen – schnell und unkompliziert in Anspruch genommen werden können.

Auch diese Idee wird derzeit geprüft – auch im Hinblick auf die Frage, wie sie sich in die existierende Beratungslandschaft einfügen würde. Sofern es zu einer neuen Gesellschaft kommt, wäre es wichtig, dass

sie private Beratung ergänzt, statt sie zu verdrängen, und dass die Erfahrungen und Kapazitäten existierender öffentlicher Organisationen, wie der ÖPP Deutschland AG, mit einbezogen werden.

Bündelung und Standardisierung von Projekten

Ein weiterer Bereich, für den der Bericht der Fratzscher-Kommission Anregungen enthielt, war die Prüfung zusätzlicher Strukturen – Plattformen oder Sammelstellen –

durch die zusätzliches Kapital von institutionellen Anlegern und Privatanlegern im Rahmen der Finanzierung von Infrastrukturvorhaben eingebunden werden kann. Besonders kommunale Projekte sind für projektspezifische private Finanzierung oftmals zu klein. Vorteile könnten sich daher aus der Bündelung und Standardisierung von Projekten ergeben. Eine wichtige Frage ist, welche Rolle die öffentliche Hand dabei spielen sollte und ob und welche Anpassungen im Rechtsrahmen erforderlich sind. Zu diesem Thema hat das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie kürzlich ein externes Forschungsgutachten vergeben, dessen Ergebnisse die Grundlage für die weiteren konzeptionellen Arbeiten in diesem Bereich darstellen werden.

Auch die Finanzbranche ist aufgerufen, sich an den Überlegungen über geeignete Ansätze zur zusätzlichen privaten Infrastrukturfinanzierung zu beteiligen. Es gilt einerseits, den Bedarf der investierenden öffentlichen Hand kostengünstig zu decken und andererseits, das Interesse von Anlegern und Sparern an neuen Anlagemöglichkeiten mit vertretbarem Risiko zu beachten. Mit dem richtigen institutionellen und rechtlichen Rahmen sollten diese Interessen vereinbar sein.

Dieser Beitrag drückt die persönliche Meinung der Autoren aus. Die Autoren bedanken sich bei Jürgen Blesgen, Monika Kerkes, Martin Lehmann-Stanislawski und Martin Meurers für Diskussionen und Beiträge.

Fußnoten

- 1) Siehe World Economic Forum: Global Competitiveness Report, letzte Jahrgänge (2009/2010 belegte Deutschland im Bereich Infrastruktur noch Platz 1, im Jahr 2014/2015 Platz 7). Zu ähnlichen Ergebnissen kommt auch das IMD World Competitiveness Center: World Competitiveness Yearbook 2015.
- 2) Vgl. BMWi-Monatsbericht, Mai 2015, S. 34–42.
- 3) Allensbacher Kurzbericht – 21. Mai 2015, Befragung im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie.
- 4) Siehe dazu unter anderem die Endberichte zur Studie von ifo Dresden (2013): Öffentliche Infrastrukturinvestitionen: Entwicklung, Bestimmungsfaktoren und Wachstumswirkungen, im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Energie und der Expertenkommission „Stärkung von Investitionen in Deutschland“, im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Energie, Sigmar Gabriel (2015).
- 5) Vgl. Bericht der Expertenkommission (2015).
- 6) Siehe etwa Gutachten des Bundesbeauftragten für Wirtschaftlichkeit in der Verwaltung über das Kostenmanagement im Bundesfernstraßenbau vom 14. April 2014.

Regulierung der Finanzmärkte



Taschenlexikon zur Finanzmarktregulierung
Deutsch – Englisch – Französisch
Von Hans E. Zahn
Taschenbücher für Geld · Bank · Börse
2013, 120 Seiten, broschiert, 17,90 Euro.
ISBN 978-3-8314-1235-8.

Fritz Knapp Verlag
60046 Frankfurt
Postfach 11 11 51
Tel. (069) 97 08 33-21
Fax (069) 707 84 00
vertrieb@kreditwesen.de
www.kreditwesen.de

Das Interesse am Thema Regulierung der Finanzmärkte ist ungebrochen hoch. Ausgelöst durch die Finanz- und Staatsschuldenkrise wurde eine Vielzahl aufsichtsrechtlicher Maßnahmen in den einzelnen Ländern des Euroraums und international in Gang gesetzt mit dem Ziel, systemischen Risiken künftig besser vorzubeugen und damit die Stabilität des Finanzsystems insgesamt zu erhalten.

Der Bedarf an zuverlässiger Fachinformation ist enorm – das Taschenlexikon trägt dem Rechnung. Alle wichtigen Fachtermini aus dem regulatorischen Umfeld sind hier nicht nur samt ihrer englischen und französischen Übersetzung enthalten, sondern in den meisten Fällen auch mit Erläuterungen oder weiterführenden Verweisen versehen. Ein Buch, das den Akteuren am Finanzmarkt ebenso wie Dolmetschern und Übersetzern, Fachjournalisten und nicht zuletzt den interessierten Anlegern kurzgefasst auch Hintergründe nahebringt.

Securitisation – its revival depends on a level playing field

Since April 2014 a consensus has been building in the EU policymaker circles about the need to revitalise the European securitisation market. We think that the watershed moment was the joint ECB – BoE letter published that month about the need to establish a regime for simple and transparent securitisation. Since then, a momentum has built up towards the introduction of such regime in Europe (e.g. the EBA consultation on simple standard and transparent ABS and qualifying securitisation was completed and the EBA proposal to the European Commission was published in July), and similar discussions are taking place on a global level (see, BIS-IOSCO consultation on the same topic completed in mid-February and the final proposal submitted in July).

A new consultation

The launch of a new consultation on simple, transparent and standardised securitisation by the European Commission on February 18th in conjunction with the Green Paper on Capital Markets Union in the EU propped up the momentum further. In the meantime, additional regulatory recommendations, e.g. the ones made under the Joint Committee report on securitisation (ESAs from 12 May 2015) and some proposals by ESMA, may erect additional barriers to the revival of the securitisation market in Europe. The completion and introduction of such regime, however, is not quite in sight yet: the rule making machine works slowly – the more optimistic observers suggesting 12 months at least and the more pessimistic (or maybe realistic) ones argue for a 2–3 year horizon.

Before delving into discussion of what needs to be done to fix the European securitisation market and why it must be done

in coordination with other fixed income market sectors, we think it is appropriate to offer a brief refresher about what securitisation is, how it works and how it interacts with other asset-based financing instruments. We offer this refresher from the perspective of a practitioner. So:

– Securitisation is an instrument, a technique that is applied to many assets and sectors of the economy, and shares characteristics pertinent to other instruments and techniques used on the financial markets.

Its key characteristics, such as a cash-flow generating asset pool and tranching, are not unique to securitisation and can be seen in other financial instruments and techniques (e.g. Danish covered bonds, revenue bonds, infrastructure bonds or other asset-based finance for the former, and for the latter, bank capital or a lien-based instrument such as residential and

commercial mortgage with first and/or second charge). 'Typical' securitisation structural features are also present in other instruments, e.g. ones that make use of SPV structure such as Italian and Dutch covered bonds or Spanish multi-credulas. SPV structures also involve identifying the securitiseable assets and transferring them in a 'true sale' arrangement. There is no evidence to argue that such features work in these other cases but do not work in the case of securitisation – actually, the evidence points to the opposite.

Self-liquidating nature

Another key feature of securitisation in its most traditional sense is its self-liquidating nature – the assets backing the securitisation are repaying (amortising) the securitisation bonds as they amortise and the yield generated by the assets is used to pay interest on the securitisation notes.

Even that feature is no longer reserved for securitisation alone, e.g. conditional pass-through covered bonds also apply it, granted with a low probability of using it – they represent now low, but potentially growing, share of the covered bond market. Pass-through cash flows are also used in Danish covered bonds. Infrastructure and revenue bonds often have a similar feature, too.

Securitisation and many asset-based finance instruments (including Danish covered bonds, revenue bonds) rely on specified assets for their repayment, whereas for some kinds of covered bonds and other asset-based finance instruments the repayment may come from the issuer with an additional recourse to the assets under certain conditions, such as issuer insolvency (i.e. dual recourse instruments). For some other asset-based instruments and

Alexander Batchvarov, PhD, CFA, Head of International Structured Finance and Covered Bond Research, Bank of America Merrill Lynch Global Research, London

Dass sich in Europa ein gewisser Konsens ausbreitet, den Verbriefungsmarkt wieder beleben zu wollen hat der Autor sehr wohl registriert. Die strengen Regulierungsmaßnahmen im Zuge der Finanzkrise sieht er aber bei allem guten Willen noch längst nicht hinreichend beiseite geräumt und die Wiederherstellung gleicher Ausgangsbedingungen gegenüber vergleichbaren Finanzinstrumenten bei Weitem noch nicht gegeben. Zur Schaffung eines wünschenswerten Level Playing Fields reicht seiner Ansicht nach nicht der Blick auf die reinen Kapitalkosten, sondern er könnte sich beispielsweise durchaus ein einschlägiges Verbriefungsregelwerk vorstellen. (Red.)

for some types of covered bonds the dual recourse nature may be more tenuous.

– Securitisation market functions in conjunction with other fixed income markets and especially with other asset-based finance instruments. This interdependence is not only related to relative value within investments on the secondary market, but also in terms of eligibility, viability and usage on the primary market.

An investor, assuming all else being equal, will determine which asset-based investment to make by comparing the yields of such instruments, relative to each other (the yield of RMBS bond vs the yield of a covered bond vs the yield of a whole loan portfolio vs the yield of a bank or a corporate bond) and relative to other inputs (nominal and relative capital charge for holding such instrument, e.g. RAROC; actual market recognised and/or regulator-endorsed liquidity, e.g. actual vs LCR- or ECB- repo-eligibility-driven liquidity; cost of investing – prudentially vs prudently required due diligence and costs associated with it). Assuming that investors will be indifferent between two instruments with the same RAROC, all else being equal, we calculate the necessary yield under securitisation investments to equate their RAROC to the RAROC of the investment in the underlying exposures. The conclusion is that under both Solvency II SA and BIS 3 ERBA the securitisation tranches must carry significantly higher spreads (between 400bps and 7,000bps in our estimates) to make investors indifferent between the two investments on RAROC basis. In our view, this suggests that either the regulatory capital calibration is incorrect or the pricing of the underlying assets is inconsistent with its risks, or both.

Constrained by regulation

Similarly, an issuer will consider not only the headline margin of a funding instrument, but the overall costs as the sum of headline cost of funding, costs of structuring, syndication and issuance, cost of swaps, cost of servicing, monitoring and reporting, capital costs or benefits associated with it, costs and benefits of diversification of funding instruments, etc. For example, if an issuer has a portfolio of residential mortgages or commercial real estate loans, it can use them in three ways:

– to raise funding via covered bonds (no change in capital position, ALM implications, asset encumbrance implications),

– to raise funding by selling the portfolio (capital implications, non-interest income implications in case of a swap or servicing agreement, deleveraging), and

– to raise funding and/or improve capital via securitisation (capital implications, ALM implications, de-recognition and/or deconsolidation with other regulatory capital ratios implications).

These three approaches (instruments) will have different costs associated with due diligence, reporting, transparency, etc. These funding instruments will also be compared to the cost/benefit of using other funding (ECB sources, long-term unsecured debt, short-term notes, customer deposits, etc.) and their price and availability.

The principal of capital neutrality

In other words, issuers and investors constantly make choices across multitude of funding, ALM and investment instruments available to them at any given point in time. The total cost/benefit analysis of each instrument determines its use in the present moment. Funding and investment diversification, however, may be constrained by regulation, which is the case in Europe in particular, at present.

– Securitisation does not add or reduce the overall risk and associated capital of the securitised exposures, nor does any other form of asset-based finance – it simply modifies its allocation.

The principal of capital neutrality has been rejected by BIS – justifiably to some degree, but that does not diminish the need for a reference point when setting up capital for securitisation. If capital neutrality is rejected, then the sky is the limit for securitisation capital charges. We agree that additional risks may emerge as a result of securitisation (modelling risk, agency risk, informational asymmetry, etc.), but such risks are not 'reserved' for securitisation only – such risks emerge in the case of whole-loan portfolio transfers, covered bonds, bank capital, etc. The issues related to asymmetry of information, subjective assumptions about future performance of

entities or assets, transparency of assets in a portfolio, etc. are issues that pertain to many financial instruments.

However, even if one rejects the principle of capital neutrality, it is inconceivable that the capital for securitisation tranches with attachment points well above the capital of the securitised asset pool can be higher than the capital of the underlying pool. This cannot be justified either in the case of sizing capital for expected and unexpected losses (banks) or of sizing capital on the basis of price volatility (insurance).

– Securitisation as a self-liquidating asset-based funding instrument must satisfy a simple economic equation – the yield of the asset portfolio must exceed the cost of funding it (all-in costs) and leave sufficient extra margin to meet expected losses and equity investor return target.

In other words, for securitisation to be economically viable, the pricing of the underlying assets (e.g. their loan margins) by the bank should be in line with the pricing investors demand in order to invest in the securitisation tranches. That is, securitisation can exist only on the basis of a realistic (pass-through) market-based pricing of the securitised exposures. On the numerical example, which we discussed above, we can conclude that the securitisation is impossible to execute, i.e. the spread required to equate RAROC of securitisation tranches and the RAROC of the underlying assets is extremely large (between 400bps and 7,000bps). For securitisation to exist, the lenders must re-price the underlying assets by a huge margin, which is likely to be well beyond the point of affordability of its borrowers.

Assets mispriced or costs too onerous

We consider a securitisation to be economically viable when the yield of the securitised portfolio is sufficient to meet the all-in cost of securitisation and the required return of investors throughout the capital structure of securitisation. This is the case with all managed CLO and fully placed CMBS transactions in Europe. A form of market-based pricing also exists in many Danish covered bonds (where the pricing of the mortgage to the borrower is derived from the pricing of the mortgage



Whether it's navigating a new trade route or a new source of financing, it always makes sense to work with someone who knows the way.

NORD/LB is celebrating 15 years of providing world-wide financing for a range of asset classes and industries. As a global leader in ship and aircraft finance, as well as a major lender to German corporations, we are focused on providing innovative solutions, including financing of multi-jurisdictional and multi-currency portfolios. Whether you're interested in a bilateral facility, or an agented multi-lender transaction, we can structure one suited to your needs.

For more information, please contact:

Edward Weber, Managing Director, NORD/LB Norddeutsche Landesbank Girozentrale, 1114 Avenue of the Americas, 20th Floor, New York, NY 10036, USA
Phone +1 (212) 812-6949, Edward.Weber@nordlb.com

bond by the market/investors) and in the arms-length sale of whole loan portfolios.

When investors determine the required return on a specific investment they factor in all their related costs: initial investment analysis and ongoing investment monitoring, capital allocated against the respective investment, liquidity needs and costs, legal and compliance costs, and so on. If such costs are materially different for similar instruments, then investors would demand different yields for those instruments to satisfy those different costs.

As a result, the high costs associated with an investment in a given securitisation (including and beyond the RAROC calculation above) may make the execution of such

securitisation impossible, i.e. it may require a level of yield on the securitisation instruments, which the underlying securitised portfolio simply cannot generate. From a capital market's perspective, this means that either the assets in the securitised pool are mispriced or that the costs associated with investing in the securitisation are too onerous, or both.

Equality

Both reasons – weighed in a different way in different European countries make up the case for weak securitisation in Europe, along with the availability of alternative cheap funding for banks and low need for funding due to low levels of lending at present.

The development of regulatory treatment – capital, liquidity, operational requirements, etc. – of securitisation appears to have been done in a silo away from such treatments of other asset-based and broader set of fixed income instruments, and in disconnect from such treatment of the assets and parties forming part of a given securitisation.

Consequently, this, albeit in combination with other factors specific to Europe, has led to the demise of the European securitisation market in contrast to the quick rebound and sustained recovery of the US securitisation market in the years since the global financial crisis.

From pure economic point of view and as a result of the above, securitisation is facing a conundrum:

– on the one hand, it is costlier to issuers, so that to make it work they need to get an offsetting benefit – for example, lower capital, improved leverage or lower headline spread, or a combination thereof, and

– on the other hand, it is costlier to investors, so that to be attractive to them they need to get a higher yield.

In balance, to get the European securitisation market functioning as it should, a set of measures must be adopted, which in combination restore the level playing field across asset-based financial instruments (including securitisation, covered bonds and other asset-based finance) and other financing and investment instruments. Such measure will result in 'equalising' the cost of securitisation and other similar funding/ALM/investment instruments to issuers and investors, and in offsetting potentially relatively higher securitisation costs with some benefits from securitisation.

Fixing the European securitisation markets requires a much broader, beyond the most visible reduction of capital charges, set of measures affecting securitisation and comparable instruments. It is not about creating a privileged treatment for securitisation, but about establishing adequate prudent and prudential regime for securitisation across asset classes and realigning securitisation regulatory regime with that for other comparable instruments.



Factoring – Finanzierungsalternative für Unternehmen



Factoring-Handbuch

Von Thomas Hartmann-Wendels,
Alexander M. Moseschus und
Magdalena Wessel
Taschenbücher für GELD · BANK · BÖRSE
2014. 160 Seiten, broschiert, 17,90 Euro.
ISBN 978-3-8314-1236-5.

Factoring boomt seit Jahren in einem Umfang wie kaum eine andere Finanzdienstleistung in Deutschland. Hauptursache sind die veränderten Usancen der Unternehmensfinanzierung – neben der klassischen Bankfinanzierung werden verstärkt alternative Finanzierungslösungen nachgefragt.

Das Handbuch bietet einen breiten Überblick über das Factoringgeschäft und seinen Markt, über rechtliche, steuerliche und aufsichtsrechtliche Anforderungen. Dabei werden nicht nur die Entwicklungen der letzten Jahre, sondern auch die derzeitigen Herausforderungen und künftigen Perspektiven der Branche beleuchtet.

Ein Grundlagenwerk für jeden Anbieter von Factoringleistungen, aber auch für jedes Unternehmen, das diese Form der Finanzierung für sich nutzen will.

Fritz Knapp Verlag | Postfach 11 11 51 | 60046 Frankfurt am Main

Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00 | vertrieb@kreditwesens.de | www.kreditwesens.de

Die Europäische Kapitalmarktunion – eine Chance für Verbriefungen „made in Germany“

Die Europäische Kommission will mit der Kapitalmarktunion den europäischen Kapitalmarkt stärken und weist Verbriefungen zu diesem Zweck eine herausgehobene Stellung zu. Ziel des Grünbuchs Building a Capital Markets Union, das Anfang des Jahres veröffentlicht wurde, ist, einen echten Binnenmarkt für den Kapitalverkehr der europäischen Mitgliedsstaaten zu schaffen. Hindernisse, die den Zugang zum Kapitalmarkt erschweren, sollen beseitigt werden. Insbesondere soll ein diversifizierteres Finanzsystem entwickelt werden, das die Bankenfinanzierung durch hochentwickelte Kapitalmärkte ergänzt.

Teil der Lösung

Nach langen Jahren, in denen Verbriefungen zu Unrecht als Teil des Problems angesehen wurden, werden sie nun zu Recht auf prominente Art und Weise als Teil der Lösung wiederentdeckt. Die Europäische Kommission weist Verbriefungen im Projekt Kapitalmarktunion eine herausgehobene Rolle zu und nennt als einen der allerersten Schritte das Ziel, Vorschläge zu erarbeiten, um hochwertige Verbriefungen zu fördern. Getreu diesem Vorsatz begann sie umgehend eine Konsultation, um Kriterien für Qualitätsverbriefungen zu entwickeln (A European Framework for Simple, Transparent and Standard Securitisation, Februar 2015).

Das (richtige) Konzept einer Qualitätskategorisierung von Verbriefungen ist nicht neu. Die Konsultation steht in engem zeitlichen Zusammenhang mit mehreren Papieren (nicht nur) europäischer Aufsichtsbehörden, die im vergangenen Jahr die Idee einheitlicher Kriterien für hochwertige Verbriefungen diskutierten.¹⁾ Dem bereits vorausgegangen waren die delegierten Rechtsakte zu LCR und Solvency II, in deren Konsultationsprozess der Ansatz

bestimmter für Liquidität und Qualität stehender Kriterien, Assets und Strukturen entwickelt wurde.

Warum aber weist die EU-Kommission dem Instrument der Verbriefung eine so prominente Rolle für die Kapitalmarktunion zu? Es geht um die Entlastung von Bankbilanzen, sodass die Kreditvergabe erleichtert wird. Aber nicht nur die Kreditvergabekapazität von Banken wird damit gesteigert. Über Verbriefungsprogramme können insbesondere auch mittelständische Unternehmen ihre Handels- und Leasingforderungen verbrieft und damit ihre Finanzierung breiter aufstellen. Banken, Versicherungen, Pensionskassen und Fondskassen wiederum können mit Anleihen oder Geldmarktpapieren aus Verbriefungen ihre Anlagen je nach Risikoneigung diversifizieren.

Das klare Bekenntnis der Europäischen Kommission mag erstaunen, wurden Ver-

briefungen doch über die letzten Jahre regelmäßig in Tagespresse und öffentlicher Meinung gebrandmarkt, die globale Finanzkrise ausgelöst zu haben. Richtig ist, dass US-Subprime-Verbriefungen von Immobiliendarlehen mit Schuldern fragwürdiger Bonität hohe Verluste erlitten, die einer großen Zahl von Marktteilnehmern schweren Schaden zufügten und zur Liquiditätskrise führten. Ebenso richtig ist aber, dass Verbriefungen in Europa nicht annähernd so riskante „underlyings“ aufwiesen wie die genannten amerikanischen und dass der überwiegende Teil europäischer Verbriefungen sich auch während der Finanzkrise als solide erwies.²⁾ Insbesondere deutsche Verbriefungen hatten während der Finanzkrise kaum Ausfälle; Neuemissionen waren und sind regelmäßig überzeichnet.

Mehr Förderung erhöht den Nutzen für die Realwirtschaft

Der Auftrieb, den das Kapitalmarktprojekt nun verheißt, wird voraussichtlich zu einer Revitalisierung des europäischen Verbriefungsmarkts führen. Es sollte ein Anliegen der deutschen Politik sein, den deutschen Verbriefungsmarkt und den Finanzmarkt Deutschland ihrerseits zu fördern und nicht lediglich die bald zu erwartenden Kommissionsvorschläge für „Qualifying Securitisation“³⁾ in deutsches Recht umzusetzen, denn in Verbriefungen liegt ein ganz greifbarer Nutzen für die deutsche Realwirtschaft.

Es gibt zwei elementar bedeutsame Formen von Verbriefungen, die der deutschen Realwirtschaft, dem deutschen Fiskus und dem deutschen Bürger ganz konkret nützen. Zum einen werden in Deutschland viele Autodarlehen verbrieft. Damit refinanzieren deutsche Automobilhersteller die Darlehen, welche sie über ihre Finan-

Dr. Martin Kaiser, LL.M., und Sandra Wittinghofer, beide Partner, Baker & McKenzie, Frankfurt am Main

Die politische Grundstimmung für eine Revitalisierung des europäischen Verbriefungsmarktes wird von den Autoren als gut eingeschätzt. Gleichwohl registrieren sie in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Ländern Regelungslücken, rechtliche Unsicherheiten und eine steuerliche Benachteiligung, die aus ihrer Sicht vergleichsweise leicht zu schließen wären. In diesem Sinne appellieren sie an den deutschen Gesetzgeber für die hiesigen Unternehmen und Banken im Hinblick auf das nationale Zivil- und Steuerrecht Bedingungen zu schaffen, die mit den Nachbarländern vergleichbar sind. Allein auf die Umsetzung der zu erwartenden Vorgaben aus Brüssel zu bauen, halten sie für eine zu defensive Ausrichtung. (Red.)

zierungsarme Autokäufern gewähren. Weil die Refinanzierung risikoarm ist, ist sie billig. Und weil die Autobanken sich billig refinanzieren, zahlen die Käufer deutscher Automarken niedrigere Zinsen für ihr Auto als die Käufer eines Autos ausländischer Hersteller. Daher verkaufen deutsche Hersteller mehr Autos, was Arbeitsplätze schafft und erhält, gerade auch in der Zulieferindustrie. Gleiches gilt, da wirtschaftlich ähnlich, für Auto-Leasing, sei es privat oder gewerblich. Dies war ein nicht unwesentlicher Faktor, warum Deutschland die Krise mit Kurzarbeit und Abwrackprämie (vergleichsweise) überragend gut überstanden hat.

Zum anderen verbriefen viele deutsche Mittelständler ihre Forderungen aus Lieferungen und Leistungen unter ABCP-Conduit-Programmen. Auf diese Art erhalten mittelständische Unternehmen Zugang zur Kapitalmarktrefinanzierung. Das hat mindestens zwei Vorteile, nämlich weniger Abhängigkeit von der Hausbank und günstige Refinanzierungskonditionen. Die Unternehmen bonitäten sind typischerweise unterhalb der Investmentgrade-Qualität, das heißt BBB, angesiedelt, was einen „normalen“ oder direkten Kapitalmarktzugang behindert.

Den Aufwand für Verbriefungen nutzbar machen

Die Bonität der im Rahmen von ABCP-Programmen verbrieften Portfolios hingegen ist besser als die der verkaufenden Unternehmen. Sogar beim Eintritt einer Insolvenz des Forderungsverkäufers mussten Investoren und beteiligte Banken aufgrund der funktionierenden Sicherungsmechanismen zu keinem Zeitpunkt einen Verlust hinnehmen. Dies ergab eine empirische Untersuchung der deutschen Verbriefungsplattform True Sale International (TSI) gemeinsam mit der Bayerischen Landesbank, Commerzbank, DZ Bank, Landesbank Hessen-Thüringen, Landesbank Baden-Württemberg und Unicredit Bank AG als namhafte deutsche Sponsoren⁴⁾ derartiger ABCP-Transaktionen. Für den gehobenen deutschen Mittelstand spielt die Verbriefung von Forderungen, insbesondere die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen, eine immer größere Rolle. Die Nutzung lag im September 2014 in Deutschland insgesamt bei einem verbrieften Forderungsvolumen von etwa 12 Milliarden Euro.⁵⁾

Es sollte bewusst sein, dass sich in Deutschland durch die Dynamik der Kapitalmarktunion gerade eine große Chance bietet, die genutzt werden kann: Deutschland kann abwarten, welche Vorgaben Brüssels Mühlen für „Qualifying Securitizations“ auswerfen, und sich darauf beschränken, diese lediglich umzusetzen. Oder Deutschland kann die Gelegenheit energisch am Schopfe packen und das Thema Qualitätsverbriefungen made in Germany umfassend regeln und auch global im Bereich Verbriefungen neue Maßstäbe an Qualität und Sicherheit setzen und dadurch insbesondere die deutsche Realwirtschaft fördern.

Verbriefungsstandort Deutschland – Bestandsaufnahme

Damit Verbriefungen in Deutschland vollumfänglich möglich und mit maximaler Rechtssicherheit machbar sind, ist noch viel zu tun. Verbriefungen werden in Deutschland rechtlich und steuerlich äußerst stiefmütterlich behandelt.

Steuern/Gewerbsteuer: Größtes Hindernis für Verbriefungen am Standort Deutschland ist, nicht überraschend, das Steuerrecht. Verkauft eine Leasinggesellschaft ihre Leasingforderungen an eine Zweckgesellschaft in Deutschland, so erfolgt auf der Ebene der Zweckgesellschaft eine gewerbsteuerliche Hinzurechnung der Finanzierungsaufwendungen nach § 8 Nr. 1 Gewerbesteuergesetz. Dies bedeutet, dass die Zweckgesellschaft zusätzlich zu den Zinsen auf die von ihr emittierten Wertpapiere nochmal 25 Prozent des gezahlten Zinsbetrages ans Finanzamt bezahlen muss; gleiches gilt bei Verbriefungen von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. Dies ist der Grund, warum Zweckgesellschaften nicht in Deutschland aufgesetzt werden, obwohl alles dafür spräche.

Ein positives Beispiel in Deutschland lässt aufmerken: Im Jahr 2003 wurde durch das Gesetz zur Förderung von Kleinunternehmen und zur Verbesserung der Unternehmensfinanzierung⁶⁾ der § 19 Abs. 3 der Gewerbesteuerdurchführungsverordnung (GewStDVO) geändert. Dies führte dazu, dass keine gewerbsteuerliche Hinzurechnung erfolgt, wenn die Zweckgesellschaften Refinanzierungen zum Zweck aufnimmt, Bankdarlehensforderungen zu verbiefen. Deshalb können Zweckgesell-

schaften für Darlehensverbriefungen auch in Deutschland aufgesetzt werden.

Positive Effekte am Markt

Als Folge des neuen § 19 Abs. 3 GewStDVO startete die Volkswagen Bank damals mit deutschen Zweckgesellschaften die Serie der „Driver“-Transaktionen, die den deutschen Verbriefungsmarkt geprägt haben und bis heute maßgeblich mitbestimmen. Die Leasingtransaktionen ihrer „VCL“-Serie hingegen gingen nach Luxemburg. Es wäre wünschenswert, wenn § 19 Abs. 3 GewStDVO auf Verbriefungen aller Art ausgedehnt würde.

Deutsche Verbriefungsvehikel: Wäre die Besteuerung gelöst, bliebe das gesellschaftsrechtliche Umfeld. Die Rechtssicherheit im deutschen Gesellschaftsrecht ist hoch. Die deutsche GmbH kann als Unternehmersgesellschaft schnell und kosteneffizient mit einem Stammkapital von einem Euro gegründet werden. Dies bietet eine denkbar günstige Ausgangslage, um Zweckgesellschaften in Deutschland zu errichten. Aber auch diese Ausgangslage ließe sich noch verbessern: Andere europäische Länder haben schon vor Jahren besondere Gesellschaftsformen maßgeschneidert für Verbriefungen eingeführt.

Besonders erfolgreich war dabei Luxemburg, das 2004 ein Verbriefungsgesetz⁷⁾ verabschiedet hat, das seitdem Maßstäbe setzt. In Luxemburg kann bei der Gründung einer Gesellschaft optiert werden, dass die Gesellschaft eine Verbriefungsgesellschaft sein soll. Dies wird in der Satzung festgelegt und führt dann automatisch dazu, dass diese Gesellschaft einem speziellen Regime unterliegt, das zu besonders hoher Rechtssicherheit führt.

Compartment-Lösung

Bei einer Verbriefungsgesellschaft sind beispielsweise Zahlung nach „Wasserfall“ und „Non petition, limited recourse“ per Gesetz wirksam und insolvenzfest (siehe Art. 64 Abs. 1 des Luxemburger Verbriefungsgesetzes). In Deutschland müssen diese für Verbriefungen unabdingbaren Klauseln vertraglich vereinbart werden; zwar sind sich die Rechtsberater sehr sicher, dass diese Klauseln im Krisenfall vor Gericht Bestand haben, die Luxemburger Lösung ist aber natürlich überlegen.

Neben einem steuerfreundlichen Umfeld ist der allergrößte Vorteil der Luxemburger Verbriefungsgesellschaft aber, dass die Gesellschaft mehrere Compartments gründen kann. Diese haben keine eigene Rechtspersönlichkeit, sondern gelten als separierte Teilvermögen. Eine Verbriefungsgesellschaft kann einzelne Compartments unterschiedlichen und voneinander unabhängigen Verbriefungen widmen; und Compartments können getrennt voneinander insolvent und liquidiert werden, ohne dass die Insolvenz eines Compartments die anderen Compartments oder die Gesellschaft an sich beeinträchtigt.

Durch die Compartment-Lösung ist es möglich, nur einmal den Aufwand für das Errichten einer Gesellschaft zu erbringen und danach zu minimalen Kosten theoretisch unendlich viele Verbriefungen mit einer Gesellschaft durchzuführen. Seit der Verabschiedung des Verbriefungsgesetzes 2004 hat Luxemburg mit über 800 Zweckgesellschaften eine dominante Position gewonnen. Vor allem deutsche Verbriefungen wählen bislang in signifikanter Anzahl Luxemburg und andere Jurisdiktionen als Vehikelstandort: So wurden bislang von 86 deutschen Transaktionen für 42 Transaktionen Verbriefungsgesellschaften in Luxemburg, den Niederlanden und in Frankreich eingesetzt.⁸⁾ Zählt man noch die über Geldmarktpapiere refinanzierten Programme mit deutschen Leasing- und Handelsforderungen hinzu, steigt die Anzahl um etwa 150 Zweckgesellschaften, die alle nicht in Deutschland residieren.

Spezifische Gesetze mit klaren Regelungen

Es gibt keinen Grund, warum Deutschland dieses Geschäft ins Ausland verschenkt und warum dies so bleiben müsste – der deutsche Gesetzgeber könnte, so wie 2008 bei der Unternehmersgesellschaft, im GmbH-Gesetz eine deutsche Verbriefungs-GmbH einführen und ein ähnliches Institut schaffen. Dabei könnte man die Luxemburger noch überflügeln und erlauben, was in Luxemburg (zurzeit jedenfalls noch) nicht möglich ist – beispielsweise, dass die Verbriefungs-GmbH ausschließlich durch Darlehen refinanziert werden kann (und nicht zwingend nur durch die Emission von Wertpapieren wie in Luxemburg). Auch andere Länder können Anregungen durch ihre Verbriefungsregimes bieten, so Spanien mit dem fondo de titulización de acti-

vos,⁹⁾ Frankreich mit dem fonds commun de titrisation (FCT)¹⁰⁾ und Italien mit dem „Gesetz 130“ vom 30. April 1999.¹¹⁾

Rechtliche Unsicherheiten – True Sale:

Im Vergleich zu den oben genannten Kodifikationen gibt es in Deutschland auch sonst keine spezifischen gesetzlichen Regelungen zu Verbriefungen. Alle rechtlichen Fragen, die im Zusammenhang mit Verbriefungen auftreten, löst der Markt durch Anwendung des BGB, der Insolvenzordnung (InsO) und anderer allgemeiner Gesetze. Beispielsweise wird aus der Rechtsprechung des BGH zu echtem Factoring aus den 70er und 80er Jahren des letzten Jahrhunderts ein wesentlicher Baustein hergeleitet, nämlich wann ein True Sale vorliegt. Die vom Markt und den Rechtsberatern gefundenen Lösungen sind fundiert und robust. Aber es ginge noch besser.

In anderen Ländern existieren spezifische Gesetze, die klipp und klar anordnen, dass ein Forderungsverkauf im Rahmen des jeweiligen Verbriefungsregimes ein True Sale ist und der Forderungskäufer in der Insolvenz des Forderungsverkäufers Aussonderung verlangen kann. In Spanien beispielsweise wird auch mit einem Federstrich des Gesetzgebers jede Unklarheit bezüglich der Insolvenzanfechtung von Rechtshandlungen eines insolventen Originators beseitigt: Per Gesetz kann der Forderungsverkauf oder die Auskehr von Geldern nur angefochten werden, wenn Betrug vorliegt.¹²⁾

Die aktuellen EBA-Vorschläge für ein Regelwerk für „Qualifying Securitisations“¹³⁾ wären in Deutschland ohne zusätzliche, mindestens klarstellende Regelungen zur Insolvenzanfechtung schwer zu erfüllen. Criterion 3 der EBA-Vorschläge sieht vor, dass der True Sale keinen strengen (severe) Anfechtungsrisiken unterliegen darf. Unter „severe clawback provisions“ versteht die EBA auch Regelungen, wonach der Verkauf lediglich deswegen angefochten werden kann, weil er innerhalb eines bestimmten Zeitraums vor der Verkäuferinsolvenz erfolgte oder wo eine solche Anfechtung nur verhindert werden kann, wenn der Käufer nachweisen kann, dass er die Insolvenz der Verkäufers nicht kannte.

Gleichbehandlung erwünscht

Nun stellen die deutschen Insolvenzanfechtungsregeln für entsprechende Zeit-

räume vor Insolvenz des Verkäufers auf Leistungskongruenz, Kenntnis des Käufers und Gläubigerbenachteiligungsabsicht ab. Unter Umständen ließen sich mit wenigen, lediglich klarstellenden Regelungen bei der zukünftigen Umsetzung der Kommissionsvorschläge (insoweit sie hier den EBA-Vorschlägen folgten) dieses Kriterium auch auf nationaler Ebene erfüllen. Aber warum es dabei belassen, wenn der deutsche Gesetzgeber bei Verbriefungen ähnliche Erleichterungen wie die Gesetzgeber der europäischen Nachbarn schaffen könnte?

Ersatzaussonderung und „Vermischungsrisiko“:

Ein echtes Problem und nicht nur eine Unsicherheit bereitet die sogenannte Ersatzaussonderung, deren Fehlen den beteiligten Transaktionsparteien regelmäßig beträchtliche Kopfschmerzen bereitet: Hat eine Zweckgesellschaft eine Forderung im Wege des True Sale erworben, kann sie im Fall der Insolvenz des Originators verlangen, dass die Forderung aus der Insolvenzmasse ausgesondert wird. Zahlt aber der Schuldner der Forderung, erlischt die Forderung gemäß § 362 Abs. 1 BGB (es sei denn, der Schuldner war rechtzeitig vor der Insolvenz über die Abtretung benachrichtigt worden). Statt einer Forderung bei der Zweckgesellschaft haben wir nun Geld beim Originator. Dieses Geld kann die Zweckgesellschaft anders als die Forderung nicht ohne Weiteres herausverlangen. Die Zweckgesellschaft muss nachweisen, dass die Anforderungen des § 48 InsO erfüllt sind.

Dazu gehört insbesondere, dass das ganz konkret gezahlte Geld noch auf dem Konto des Originators ist. Ist der Saldo auf dem Konto gesunken, dann nützt es auch nichts, dass zwischenzeitlich wieder (anderes Geld) auf dem Konto eingegangen ist. Die Zweckgesellschaft, die eben noch ein Aussonderungsrecht an einer Forderung hatte, steht nun mit leeren Händen da (sogenanntes Vermischungsrisiko). Helfen würde juristisch nur die rechtzeitige Schuldnerbenachrichtigung vor Insolvenz; die damit verbundenen praktischen Risiken sind nicht kalkulierbar.

Der Markt hat große Kreativität entfalten müssen, um das Vermischungsrisiko beherrschbar zu machen. Oft werden Reserven einkalkuliert; das macht die Transaktionen teurer und für den Mittelstand unerreichbarer. Aber beispielsweise auch die Verpfändung von Zahlungseingangs-

konten (oft ohnehin durch sogenannte negative „pledge“-Klauseln in Darlehensverträgen und Anleihebedingungen verboten), ist kein Allheilmittel, wenn die den Forderungen zugrunde liegenden Verträge Abtretungsverbote enthalten. Denn dann kann der Schuldner gemäß § 354a Abs. 1 HGB trotz voller Kenntnis von der Verbriefung mit befreiender Wirkung an den Originator zahlen.

Ergänzung erforderlich

Hier wäre es wünschenswert, wenn auch das deutsche Recht die Ersatzaussonderung von Collections bei einem True Sale unzweideutig anordnete. Der Originator hat von der Zweckgesellschaft bereits einen Kaufpreis für die Forderung bekommen und es gibt keinen legitimen Grund, warum der Originator doppelt Geld erhalten soll, während die Zweckgesellschaft und damit die Investoren der Verbriefungstransaktion ausfallen. Bezüglich des genannten § 354a HGB wäre aus genau diesem Grund darüber hinaus die Ergänzung erforderlich, dass Abtretungsverbote grundsätzlich keine Wirkung entfalten, wenn die Abtretung im Rahmen einer Verbriefung erfolgt, ohne dass der Schuldner weiter an den Originator schuldbeitend leisten kann.

Beenden von Dauerschuldverhältnissen:

Bei Dauerschuldverhältnissen kann der Insolvenzverwalter im Fall der Insolvenz des Originators den Vertrag beenden, wenn beide Seiten ihre jeweilige Leistung noch nicht vollständig erbracht haben. Praktisch relevant wird dies beim Leasing. Hier kann der Insolvenzverwalter einer insolventen Leasinggesellschaft die Leasingverträge beenden. Dann müssen die Leasingnehmer keine Leasingraten mehr zahlen. Hat eine Zweckgesellschaft die Leasingraten gekauft, wird dieser Zahlungsfluss abgeschnitten und die Zweckgesellschaft kann die Wertpapiere nicht mehr bedienen. Hier behilft man sich mit § 108 Abs. 1 Satz 2 InsO, der eine Ausnahme zu § 103 InsO gewährt.

Leider sind die Voraussetzungen des § 108 Abs. 1 Satz 2 InsO schwierig und unklar. Vor allem verlangt § 108 Abs. 1 Satz 2 InsO, dass die Leasinggegenstände zur Sicherheit an einen Dritten, der ihre Anschaffung oder Herstellung finanziert hat, übertragen werden. Neben zahlreichen juristisch-technischen Fragen ist in der

Praxis nicht klar, was „Anschaffung finanzieren“ genau bedeuten soll. Da es bei Verbriefungen um sehr sichere Refinanzierungen geht, legt der Markt, allen voran die Ratingagenturen, den allerstrengsten Maßstab an und ist nur mit der konservativsten Auslegung zufrieden. Diese verlangt, dass der Leasinggeber die Leasinggegenstände entweder direkt bei Anschaffung oder kurz danach fremdfinanziert und sicherungsübereignet hat. Mangels Anhaltspunkten, wie lange der Zeitraum zwischen Anschaffung und Refinanzierung sein darf, geht der Markt (konservativ) überwiegend von maximal drei bis sechs Monaten aus.

Geboren aus reiner Rechtsunsicherheit

Dieser konservative Ansatz, geboren aus reiner Rechtsunsicherheit, hat schon so manche Transaktion verhindert und so manches Leasingportfolio auf unrentable Größe zusammenschumpfen lassen. Dass dennoch zahlreiche großvolumige Leasingverbriefungstransaktionen durch deutsche Leasinggesellschaften und Autobanken durchgeführt werden, liegt daran, dass die großen Marktteilnehmer gelernt haben, sich auf § 108 Abs. 1 Satz 2 InsO einzurichten und de facto die Einsteuerung von Leasingfahrzeugen in ihre Flotten um § 108 Abs. 1 Satz 2 InsO herum organisieren. Die Reibungsverluste allerorten sind nicht zu beschreiben.

So wie in den §§ 104 ff. InsO verschiedene Ausnahmen zu § 103 vorgesehen sind, könnte problemlos eine Regelung in die InsO aufgenommen werden, wonach bei Verbriefungen Dauerschuldverhältnisse nicht gekündigt werden können und weiterlaufen. Auch hier gilt: Der Originator hat den Kaufpreis im Wege des True Sale erhalten. Die Zweckgesellschaft hat den Kaufpreis bezahlt und übernimmt das Bonitätsrisiko der Leasingnehmer. Es ist nur fair, der Zweckgesellschaft den Zahlungsstrom zu erhalten. Hat der Insolvenzverwalter des Originators kein Interesse an der Fortführung der Verträge, so kann die Fortführung an einen Ersatzservicer übertragen werden. Das sehen die allermeisten Verbriefungstransaktionen ohnehin vor.

Eine umfassende Ausnahme von § 103 InsO bei Verbriefungen würde darüber hinaus nicht nur Leasingforderungen helfen, sondern die Verbriefung anderer Forderungsklassen überhaupt erst möglich machen,

zum Beispiel Zahlungen aus Lizenzverträgen. Hier wurde schon 2007 und dann wieder 2012 die Einführung eines § 108a InsO diskutiert, jedes Mal aber wieder aufgegeben.¹⁴⁾ In der Realwirtschaft stellen Lizenzzahlungen einen gigantischen Markt, man denke nur an Lizenzen für die Nutzung von Patenten aus dem Bereich der mobilen Endgeräte oder der Automobilindustrie.

Sicherheiten – Datenschutz und AGB-Recht

Sicherheiten: Zusammen mit den Forderungen überträgt der Originator auch Sicherheiten, die er gegen den Schuldner oder Dritte hat. Bei der Übertragung von Sicherheiten ist die Rechtslage in Deutschland sehr unterschiedlich. Manche Sicherheiten gehen akzessorisch über (so vor allem die Bürgschaft), andere müssen ausdrücklich mit übertragen werden. Bei einigen sind die rechtlichen Anforderungen für die Mitübertragung komplex (zum Beispiel Übertragung von Besitzverhältnissen beim Sicherungseigentum), bei wieder anderen de facto nicht einzuhalten, zum Beispiel bei Grundpfandrechten.

Für letztere hat der Gesetzgeber 2005 in den §§ 22a ff. Kreditwesengesetz erfolgreich das Refinanzierungsregister eingeführt. Zwar können auch andere Sicherheiten in ein solches Register eingetragen werden, für Mittelstandsverbriefungen ist es aber nicht geeignet. Auch hier lohnt der Blick ins Ausland. In anderen Ländern ist es üblich, dass bei Verbriefungen Sicherheiten, die die übertragenen Forderungen betreffen, ohne Weiteres mit übergehen. Eine solche Regelung wäre in Deutschland äußerst wünschenswert.

Datenschutz: Das deutsche Datenschutzrecht erlaubt nicht ohne Weiteres, dass persönliche Daten erhoben, verarbeitet und weitergegeben werden – völlig zu Recht. Tritt aber ein Unternehmen seine Forderungen zwangsläufig wissen, wie seine Schuldner heißen, wo sie wohnen und wie viel Geld sie aus welchem Vertrag schulden. Dieses Dilemma löste vor Jahren das BaKred-Schreiben 4/97¹⁵⁾ und führte den Datentreuhänder als „neutrale Stelle“ ein, welche die Daten verwaltet. Diese neutrale Stelle wird Partei der Verbriefungstransaktion und muss bezahlt werden. Diese weitere Komplexität und zusätzliche Kosten können

vermieden werden, wenn bei Verbriefungen einfach das gleiche gälte wie beim Pfandbrief. Nach § 5 Abs. 1 b Pfandbriefgesetz ist die Übermittlung von Daten im Rahmen einer Pfandbrieftransaktion per Gesetz zulässig – Punkt.

AGB-Recht: In Deutschland ist das Recht der allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) besonders scharf. Ursprünglich sollte das AGB-Recht Verbraucher davor schützen, dass ein Unternehmen durch das „Kleingedruckte“ klammheimlich unfaire Vertragsbedingungen in einen Vertrag hineinmögelt. §§ 305 ff. BGB werden aber von den deutschen Gerichten so üppig ausgelegt, dass jede Verbriefungstransaktion in den Schutzbereich des AGB-Rechts fallen kann, auch wenn auf allen Seiten Fachleute handeln und es um Milliardenbeträge geht. Das Landgericht Frankfurt hat in anderem Zusammenhang einmal zutreffend bemerkt, dass dies „realitätsfremd“ sei;¹⁶⁾ mit dieser Position ist das LG Frankfurt aber, soweit ersichtlich, allein geblieben. Ein erhebliches Maß an Rechtsunsicherheit für deutsche Verbriefungen wäre genommen, wenn der Gesetzgeber einen Weg fände, die AGB-Kontrolle bei Verbriefungen auszuschließen.

Offensiver Antritt

Die Liste der hier aufgezeigten rechtlichen und steuerlichen Probleme, die Verbriefungen in Deutschland im Unterschied zu anderen Ländern überwinden müssen, ist bei Weitem nicht abschließend. Kein einziges der oben beschriebenen Probleme ist unüberwindbar, aber in der Summe werden Transaktionen in Deutschland unnötigerweise aufwendiger und teurer als in den europäischen Nachbarländern. Wäre es so, dass dem Mehraufwand auch ein Nutzen gegenüberstünde, dann wäre dies diskutabel, denn Qualität hat nun mal ihren Preis. Der Mehraufwand ist aber nicht höheren Standards geschuldet, sondern Regelungslücken, rechtlichen Unsicherheiten und steuerlicher Benachteiligung.

Betrachtet man Verbriefungen nun im Rahmen der Kapitalmarktunion, so sollte der deutsche Gesetzgeber den deutschen Unternehmen und Banken Waffengleichheit im Hinblick auf nationales Zivil- und Steuerrecht mit den Nachbarländern schaffen, um auf Augenhöhe mit französischen FCTs, spanischen „fondos“ und nicht zuletzt Luxemburger Verbriefungsgesell-

schaften zu kommen. Für alle geforderten Änderungen gibt es Beispiele aus anderen europäischen Ländern und teilweise sogar aus dem deutschen Recht, sodass erprobte Methoden zur Verfügung stehen. Dabei kann vergleichsweise spätes Handeln auch vorteilhaft sein, denn es bietet sich die Chance, aus den Erfahrungen anderer Länder zu lernen und insbesondere Überregulierung und ein zu starres Korsett zu vermeiden.

Ein deutsches Verbriefungsregime, das Transaktionen am Finanzstandort Deutschland ermöglichte, würde im Übrigen Transaktionsstrukturen vereinfachen und standardisieren und damit die Einhaltung der Kommissionsvorschläge zu „Qualifying Securitisations“ befördern – ganz im Sinne der Kaitalmarktunion.

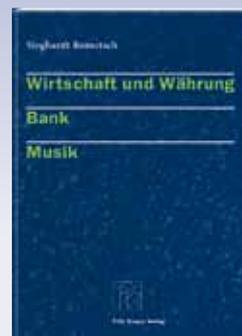
Fußnoten

- 1) F1 Diskussionspapier der Bank of England/European Central Bank: „The case for a better functioning securitization market in the European Union“ (Mai 2014), EBAs Diskussionspapier: „Simple, Standard and Transparent Securitizations“ (Oktober 2014), Konsultationspapier des BCBS/IOSCO „Criteria for Identifying Simple, Transparent and Comparable Securitizations“ (Dezember 2014).
- 2) So sind beispielsweise bis Ende 2013 in Europa nur 0,4 Prozent der von Standard & Poor's bewerteten KMU-Verbriefungen ausgefallen, die vor der Finanzkrise (das heißt vor Mitte 2007) platziert wurden.
- 3) Mit EBAs Report on Qualifying Securitisation (Juli 2015) und Opinion haben die Aufsichtsbehörden das Label einer „high quality“ Verbriefung fallen gelassen und verfolgen nun das Konzept einer „qualifying securitisation“, um eine automatische Einordnung in „high-quality“ und entsprechend „low-quality“ zu verhindern. Sogenannte qualifizierende Verbriefungen sollen vielmehr solche Verbriefungen sein, die einen bestimmten Kriterienkatalog erfüllen.

- 4) Insgesamt gibt es sieben deutsche Sponsoren von ABCP Conduits: Commerzbank Aktiengesellschaft mit Silver Tower, Landesbank Baden-Württemberg mit Weinberg Capital, Unicredit Bank AG mit Arabella, Landesbank Hessen-Thüringen mit Opusalphä Funding, Bayerische Landesbank mit Corelux, DZ Bank AG mit Coral und Deutsche Bank AG mit Rhein-Main Securitisation.
- 5) Alle Daten aus: „Verbriefung von realwirtschaftlichen Forderungen gewinnt weiter an Bedeutung – Volumenentwicklung und Performance überzeugen“; Untersuchung der TSI von September 2014, www.true-sale.international.com.
- 6) Kleinunternehmerförderungsgesetz vom 31. Juli 2003, BGBl. I S. 1550 ff.
- 7) Gesetz vom 22. März 2004, in der jeweils geltenden, geänderten Fassung.
- 8) Quelle: TSI.
- 9) Ursprünglich Real Decreto 926/1998, stark reformiert durch das Gesetz Ley 5/2015 vom 27. April 2015. Spanien hat das bestehende Regime unlängst nochmal massiv liberalisiert und beispielsweise die Idee der Compartments von Luxemburg übernommen und die Möglichkeit eingeführt, synthetische Transaktionen durchzuführen. Auch kann das Portfolio aktiv gemangelt werden. Es zeichnet sich ab, dass Spanien damit die Weichen gestellt hat, damit Bank CLOs und pfandbriefartige Transaktionen leicht und flexibel durchgeführt werden können.
- 10) Im Wesentlichen geregelt in den Artikeln L. 214–168 bis 214–186 des Code monétaire et financier.
- 11) Ebenfalls vor Kurzem durch Dekret 145 vom 23. Dezember 2013 erheblich schlagkräftiger gemacht.
- 12) Siehe zum Beispiel beim spanischen „fondo de titulización de activos“ in Artikel 16.4 des Gesetzes 5/2015.
- 13) EBA Report on Qualifying Securitisation (Juli 2015) und Opinion.
- 14) Siehe Darstellung der Vorschläge und historische Entwicklung bei Jacoby, in: Henckel/Gerhardt, Großkommentar Insolvenzordnung, 3. Aufl., 2013, vor §§ 103–119, Rn. 144 ff.
- 15) Rundschreiben 4/1997 - „Veräußerung von Kundenforderungen im Rahmen von Asset-Backed Securities-Transaktionen durch deutsche Kreditinstitute“, Geschäftszeichen I 3 - 21 - 3/95.
- 16) LG Frankfurt am Main, Urteil vom 20. März 2003, Az. 3/10 O 179/02.

Wirtschaft und Währung • Bank • Musik

Von Sieghardt Rometsch
Herausgegeben von Helfried Hagenberg.
2015. 368 Seiten, gebunden,
49,80 Euro.
ISBN 978-3-8314-0863-4.



Fritz Knapp Verlag | 60046 Frankfurt/M.
Postfach 11 11 51 | Telefon (069) 97 08 33-21
Telefax (069) 707 84 00 | E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de
Besuchen Sie uns im Internet unter www.kreditwesen.de!

Verbriefung von Handelsforderungen – SST-Verbriefungen als wichtiger Baustein der Kapitalmarktunion

Ziel der Kapitalmarktunion ist es, einen einheitlichen Kapitalmarkt für alle 28 Mitgliedsstaaten der Europäischen Union zu schaffen. Die Grundlagen einer integrierten, gut regulierten, transparenten und liquiden Kapitalmarktunion sollen bis zum Jahr 2019 gelegt werden und ein Finanzierungsvolumen von etwa 319 Milliarden Euro umfassen. Die Europäische Wirtschaft ist im Gegensatz zu manch anderen Ländern überproportional abhängig von der Bankenfinanzierung. Derzeit finanzieren Banken in der EU etwa 80 Prozent der Unternehmensinvestitionen und 20 Prozent stammen aus anderen Quellen wie Unternehmensanleihen, in den Vereinigten Staaten ist es genau umgekehrt.¹⁾ Die Kapitalmarktunion soll dazu beitragen, diese Abhängigkeit zu reduzieren und in Richtung einer kapitalmarktbasieren Unternehmensfinanzierung zu bewegen, auch wenn man dem amerikanischen Modell nicht unreflektiert nacheifern möchte. Eine Erkenntnis liegt darin begründet, dass die Unterentwicklung beziehungsweise Fragmentierung der Kapitalmärkte es Unternehmen erschwert an Kapital zu gelangen. Hier soll durch die Errichtung einer Kapitalmarktunion gegengesteuert werden.

Impuls für das Wirtschaftswachstum

Im Zuge der Kapitalmarktunion soll das europäische Wirtschaftswachstum angekurbelt werden, insbesondere in den strukturschwächeren südeuropäischen Ländern. Außerdem sollen Konzentrationsrisiken durch eine zu starke Abhängigkeit von der klassischen Bankenfinanzierung möglichst reduziert oder auch vermieden werden.

Vor allem auch soll das Kapital privater Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont in langfristig orientierte Kapitalanlagen investiert werden. Das Vertrauen

der Kleinanleger in die Kapitalmärkte wurde durch den Ausbruch der Finanzmarktkrise 2008 stark beschädigt. Bereits in die Wege geleitete Regulierungen wie MiFID II/MiFIR sollen dieses Vertrauen wieder herstellen.

Drei Elemente

Am 28. Februar 2015 wurde ein Grünbuch zur Kapitalmarktunion von der Europäischen Kommission veröffentlicht. Federführend für die Entwicklung der Europäischen Kapitalmarktunion ist der EU-Kommissar Jonathan Hill und EU-Vizepräsident Jyrki Katainen. Bis zum Spätsommer 2015 soll ein Aktionsplan publiziert werden, mit dessen Hilfe die Kapitalmarktunion bis 2019 komplett umgesetzt werden soll.

Sascha Chevalier, Head of Trade Receivables Securitisation, Landesbank Baden-Württemberg, Stuttgart, und Florian Hummel, Deputy Head of Securitisation, Bayerische Landesbank München/London

Einen wichtigen Anstoß zur Schaffung von hochwertigen Verbriefungen hat die EU-Kommission schon vor gut eineinhalb Jahren gegeben. Als bislang weitestgehende Anregung zur Entwicklung konkreter europäischer Kriterien für einfache, standardisierte und transparente Verbriefungen haben die Autoren nun einen Vorschlag der EBA vom Juli dieses Jahres registriert. Sie sehen dabei von der Aufsicht nicht nur die gute Performance von ABCP-Programmen über einen langen Zeitraum gewürdigt, sondern auch den Wert des Produktes für das Ziel einer weiteren Diversifikation der Unternehmensfinanzierung erkannt. Von dem bereits laufenden Diskussions- und Gestaltungsprozess erhoffen sie sich einen positiven Impuls durch eine sinnvoll regulierte und der Realwirtschaft dienende ABCP-Verbriefung. (Red.)

Die Struktur der Kapitalmarktunion kann nach aktuellem Stand in folgende drei Bereiche aufgeteilt werden a) Marktinfrastruktur: integrierte und stabile Rahmenbedingungen b) Assetklassen: Entwicklung von europäischen Standards und c) Privates Kapital: Stimulierung der Nachfrageseite.

1. Marktinfrastruktur – integrierte und stabile Rahmenbedingungen: Es ist von höchster Bedeutung, dass durch die regulatorischen Rahmenbedingungen keine wesentlichen Hindernisse für die politischen Ziele der Kapitalmarktunion entstehen. Außerdem sollten in Hinblick auf die Etablierung eines europäischen Rahmengerichts nationale Standards berücksichtigt werden. Hier gelten als Beispiele die positiven Erfahrungen aus dem deutschen Pfandbrief- und Schuldscheindarlehen-Markt.

2. Assetklassen – Entwicklung von europäischen Standards: Im Rahmen der Kapitalmarktunion plant die EU den Ausbau des Marktes für Privatplatzierungen. Diese Form der Finanzierung spielt insbesondere für deutsche Mittelstandsunternehmen eine wichtige Rolle in der Unternehmensfinanzierung und sollte daher im Rahmen der Kapitalmarktunion entsprechend berücksichtigt werden. Verbriefungen sind ein wichtiges Refinanzierungsinstrument sowohl für Banken als auch Unternehmen. Ziel der Kapitalmarktunion ist es, entsprechende Kriterien, sogenannte „High Quality“-Kriterien, zu entwickeln, die für Transparenz und Vergleichbarkeit im europäischen Verbriefungsmarkt sorgen.

3. Privates Kapital – Stimulierung der Nachfrageseite: Durch diese Säule soll die Nachfrageseite für Investitionsvorhaben gestärkt werden. Für institutionelle Investoren sind vor allem stabile Rahmenbedingungen und Rechtsicherheit Grundvoraus-

setzungen für die Allokation ihres Kapitals. Im Nachgang zu der letzten Finanzmarktkrise wird der Verbraucherschutz bereits intensiv vorangetrieben. Zur Förderung des europäischen Retail-Segments werden auch finanztheoretische Grundkenntnisse und bildungspolitische Initiativen als wesentliches Merkmal identifiziert.

Eine eigene Klasse von hochwertigen Verbriefungen

Teil der Entwicklung von europäischen Standards für Assetklassen ist die Initiative, eine eigene Klasse von qualitativ besonders hochwertigen Verbriefungen zu schaffen. Dabei spricht man von sogenannten „qualifying“-Verbriefungen, Typ-1-Verbriefungen, „High Quality“-Verbriefungen oder auch SST-Verbriefungen (simple, standard and transparent).

Den Anstoß für die Schaffung einer eigenen Klasse von hochwertigen Verbriefungen hat die Europäische Kommission bereits im März 2014 mit ihrem „Aktionsplan zur Förderung der langfristigen Finanzierung in Europa“ gemacht. Weitere Vorschläge der Europäischen Zentralbank (EZB), der englischen Zentralbank Bank of England, der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (EBA) und Vorschläge des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht sind seitdem gefolgt. Am weitesten geht die EBA mit ihrem aktuellen Entwurf²⁾, der bereits einen konkreten und im Detail ausgearbeiteten Vorschlag für Kriterien von SST-Verbriefungen enthält.

SST-Verbriefungen sind Verbriefungen, die sich dadurch auszeichnen, dass sie besondere Anforderungen an die Einfachheit (S=simple), die Standardisierung (S=standardised) und an die Transparenz (T=transparency) erfüllen. Zusätzlich gelten besonders hohe Anforderungen an die Qualität der zugrunde liegenden Vermögenswerte. Diese Verbriefungen sollen im Rahmen der Kapitalmarktunion gegenüber Verbriefungen, die diesen Anforderungen nicht genügen, in verschiedenen Regulierungen privilegiert sein.

SST-Verbriefungen haben niedrigere Eigenkapitalanforderungen und bestimmte Investorengruppen sollen nur in SST-Verbriefungen investieren dürfen. Vor allem aufgrund der zu erwartenden Unterscheidung bei den Risikogewichten, aus denen sich die Eigenkapitalunterlegung ergibt,

Abbildung 1: Kriterien für Qualitäts-Verbriefungen

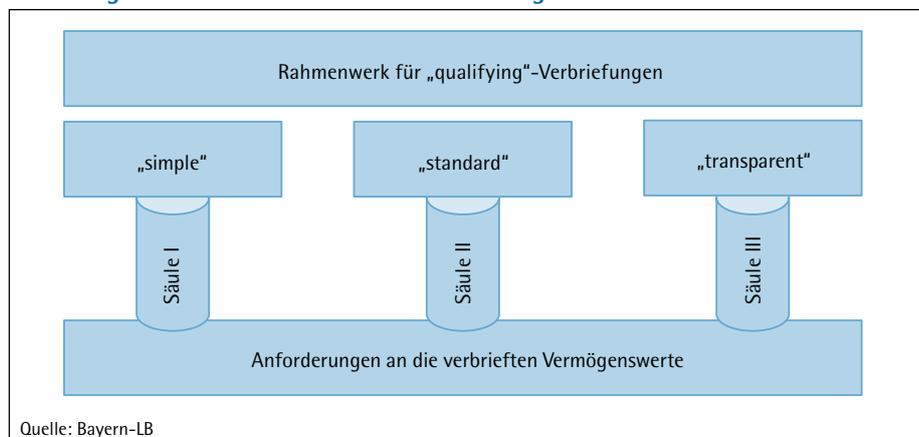


Abbildung 2: Performance-Vergleich der deutschen ABCP-Programme mit Leasing- und Handelsforderungen

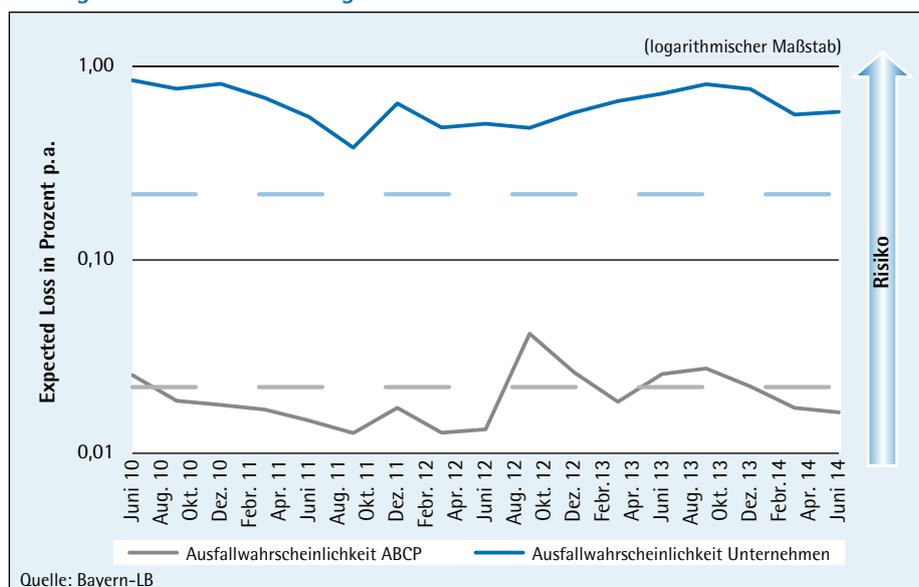


Abbildung 3: „Fully supported multi-seller“-ABCP-Programme

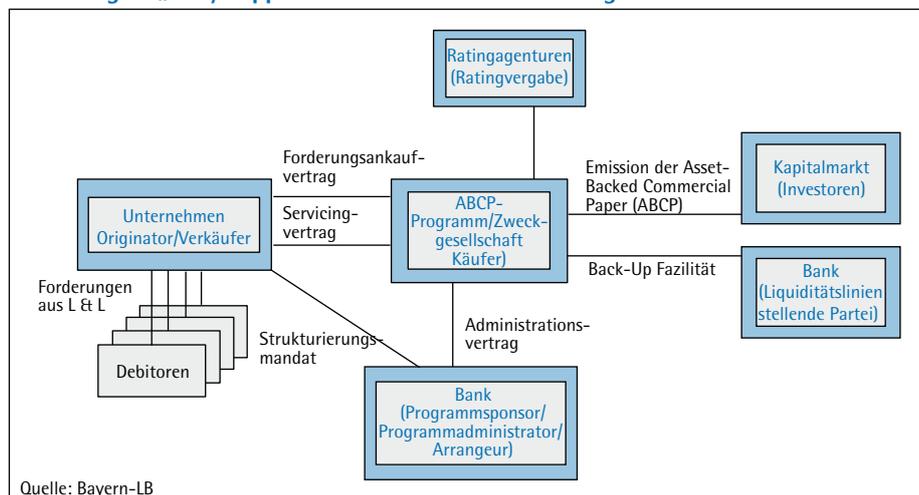
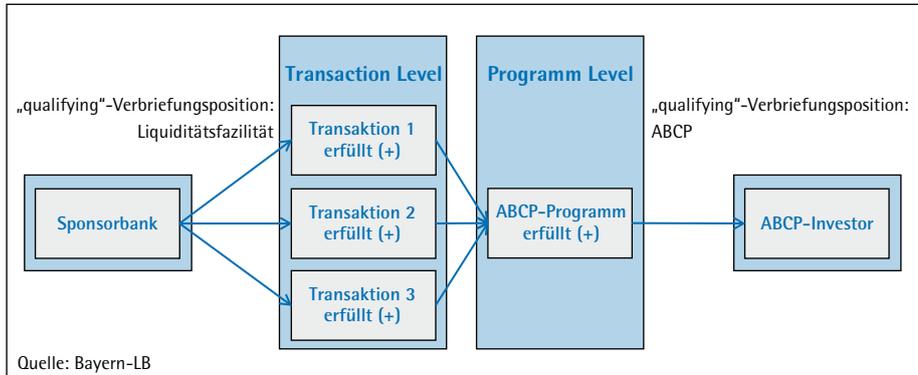


Abbildung 4: SST-Kriterien laut EBA-Report



Übersicht: Auszug aus den EBA-Kriterien

Transaktionsbezogene Anforderungen	
„Simple“	
1	Verbriefung im Sinne der CRR (VO (EU) 575/2013)
	ABCP-Programm im Sinne der CRR
	Keine Wiederverbriefung im Sinne der CRR auf Ebene der einzelnen Transaktion
2	Kein aktives Portfoliomanagement, sondern Ankauf von Forderungen nach fest vereinbarten Kriterien
3	True-Sale-Verbriefung
4	Einheitliches Forderungsportfolio aus bestehenden und durchsetzbaren Forderungen mit einer Laufzeit kleiner einem Jahr
5	Ausschluss von bestrittenen, überfälligen oder ausgefallenen Forderungen im Zeitpunkt des Ankaufs
„Standard“	
7	Einbehalt von 5 Prozent des wirtschaftlichen Nettorisikos
8	Absicherung von Zins- und Währungsrisiken
13	Erfahrenes Unternehmen mit klar dokumentierten Prozessen und internen Arbeitsanweisungen
„Transparent“	
14	Bereitstellung von Informationen, die denen eines öffentlichen Prospekts entsprechen, an die Sponsorbank
15	Bereitstellung von Einzelforderungsdaten an die Sponsorbank
18	Asset-Audit durch einen unabhängigen Dritten vor Abschluss und danach bei jeder Verlängerung der Transaktion
Anforderungen an die zugrunde liegenden Forderungen	
A	Stringente Kreditvergabestandards und stringentes Debitorenmanagement beim Unternehmen
B	Keine Verbriefung von bestimmten Immobilienkrediten
	Keine Verbriefung von Forderungen gegenüber Kunden mit einem Rating schlechter BB-
Programmbezogene Anforderungen	
„Simple“	
1	Alle einzelnen Transaktionen des Programms erfüllen die transaktionsbezogenen SST-Anforderungen
7	
12	
2	Keine Wiederverbriefung im Sinne der CRR auf Ebene des Programms
3	Vollständige Unterstützung des Programms durch transaktionsbezogene Kreditlinien des Sponsors
4	Der Sponsor ist eine Bank
5	Die ABCP selbst enthalten keine Call- oder Verlängerungs-Optionen oder ähnliche Rechte
6	Offenlegung von relevanten Informationen nach der CRR
9	Absicherung von Zins- und Währungsrisiken
11	Erfahrene Sponsorbank
14	Bereitstellung von Daten, die es dem ABCP-Investor ermöglichen, seine eigene Analyse
Anforderungen an die zugrunde liegenden Forderungen	
A	Die jeder einzelnen Transaktion zugrunde liegenden Forderungen erfüllen die Anforderungen
B	Konzentrationslimit auf Gesamtprogrammebene von 1 Prozent, solange nicht warenkreditversichert

dürfte sich ein Preisvorteil für SST-Verbriefungen ergeben (Abbildung 1).

Selbst in der Krise stabil

Sieben Jahre nach der Insolvenz von Lehman Brothers und acht Jahre nach Ausbruch der US-Subprime-Krise ist nun ein differenzierter Blick auf Verbriefungen möglich. Denn die letzten für Verbriefungen oft schwierigen Jahre haben gezeigt, dass es große Unterschiede zwischen hochwertigen Verbriefungen und Subprime-Verbriefungen gibt. Viele Verbriefungen haben sogar im realen Stressszenario dieser Jahre bewiesen, dass sie gut performen und hervorragend durch die Krise gekommen sind.

Anders als zum Beispiel US RMBS (Verbriefung von US-amerikanischen Wohnimmobilienkrediten) oder Wiederverbriefungen (CDO auf ABS) waren die meisten europäischen Verbriefungen, wie zum Beispiel die Verbriefungen der deutschen Automobilindustrie und Verbriefungen im Rahmen von ABCP-Programmen, selbst in der Krise stabil.

Ein besonders stabiles und erfolgreiches Segment ist die Verbriefung von Handelsforderungen im Rahmen von ABCP-Programmen. Eine Studie zur Entwicklung der Ausfallwahrscheinlichkeiten in den Jahren 2010 bis 2014 im Rahmen von ABCP-Transaktionen bei den sechs führenden deutschen Verbriefungsbanken hat gezeigt, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit auf einem konstant niedrigen und guten Niveau geblieben ist (Abbildung 2).

Ein ABCP-Programm ist eine bestehende Verbriefungsplattform. Über die Verbriefungsplattform können verschiedene Unternehmen ihre Forderungen refinanzieren und verbriefen. Die Refinanzierung erfolgt durch den regresslosen Verkauf der Forderungen an das ABCP-Programm. Das ABCP-Programm refinanziert den Kauf der Forderungen über die Ausgabe von kurzlaufenden Wertpapieren (sogenannten Asset-Backed Commercial Papers = ABCP). Damit kein Refinanzierungsrisiko und kein Risiko aus der Fristentransformation besteht, steht hinter einem ABCP-Programm jeweils eine Sponsor-Bank, die Kreditlinien an das ABCP-Programm stellt über die das Liquiditäts- und Kreditrisiko vollständig abgesichert wird. Bei diesen ABCP-Programmen spricht man daher von „fully

supported multi-seller“-ABCP-Programmen (Abbildung 3).

Im Rahmen von solchen ABCP-Programmen werden Forderungen aus der Realwirtschaft, vor allem Handels- aber auch Leasingforderungen, verbrieft. Damit erfüllen sie eine der wesentlichen Ziele der Kapitalmarktunion: Zugang der Realwirtschaft zu alternativen Refinanzierungsquellen.

Unternehmen haben im Rahmen von ABCP-Programmen die Möglichkeit sich forderungsbasiert zu refinanzieren und erhalten einen mittelbaren Kapitalmarktzugang. Damit dieses Refinanzierungsinstrument der Wirtschaft auch weiterhin zur Verfügung steht, ist es wichtig, dass ABCP-Programme als SST-Verbriefung eingestuft werden. Für „fully supported“-ABCP-Programme enthält der aktuelle Report der EBA separate Kriterien dafür, wann das ABCP-Programm die SST-Kriterien erfüllt. Die EBA unterscheidet dabei zwischen den Anforderungen auf Transaktionsebene und auf Programmebene (Abbildung 4).

Anforderungen an ein SST-ABCP-Programm

Nach dem aktuellen Entwurf dürften sich – abweichend zu den kurzlaufenden Handelsforderungen – Leasingportfolios beziehungsweise die darauf basierenden Commercial Paper der aktuellen ABCP-Programme nicht als SST-Papiere qualifizieren. Grund hierfür ist vor allem die Anforderung, keine Forderungen mit einer Laufzeit größer einem Jahr zu verbrieften. Ferner dürfen keine Leasingportfolios mit bedeutenden Restwerten in einer SST-Transaktion enthalten sein, wobei derzeit noch offengelassen wird, wo die Toleranzgrenze liegt.

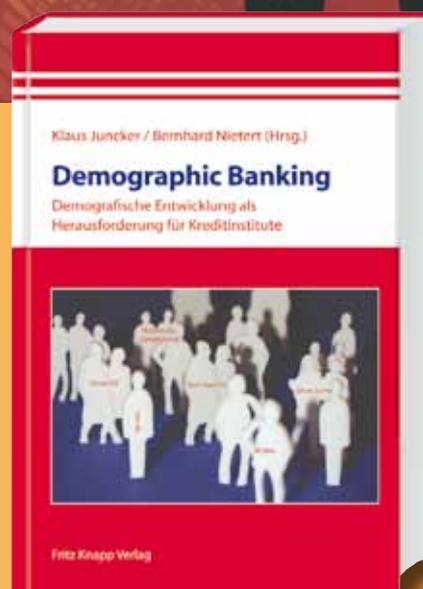
Dies benachteiligt große Teile der Leasingbranche, denn während große Absatzfinanzierer wie VW ihre Leasingportfolios direkt am Kapitalmarkt über ABS-Bonds finanzieren, erreichen mittelgroße Leasinggesellschaften nicht die Volumina, ab denen sich der unmittelbare Gang zum Kapitalmarkt rechnet. Für diese mittelgroßen Leasinggesellschaften ist es wichtig, dass die Refinanzierung über ABCP-Programme auch in Zukunft zu attraktiven Konditionen möglich sein wird und der mittelbare Kapitalmarktzugang erhalten bleibt. Dies ist umso wichtiger, zumal viele Banken nur

Demografischer Wandel – sind die Banken dafür gerüstet?

Demographic Banking
Demografische Entwicklung als Herausforderung für Kreditinstitute
Von Klaus Juncker und Bernhard Nietert (Hrsg.)
2010. 368 Seiten, gebunden, 56,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-0819-1.

Der demografische Wandel in unserer Gesellschaft stellt nicht zuletzt auch die Bankenwelt vor neue Herausforderungen. Die fortschreitende strukturelle Veränderung der Bevölkerung erfordert langfristig ein Umdenken und neue Strategien im Bankbereich – ist die Finanzwirtschaft dafür auch gerüstet?

Namhafte Bankpraktiker zeigen in diesem Buch auf, welche Auswirkungen der demografische Wandel auf Kapitalmärkte und Bankgeschäfte hat und wie den dabei auftretenden Problemen begegnet werden kann. Sie bieten praxisorientierte Lösungsansätze und geben wichtige Hinweise zur sinnvollen Anpassung von Bankstrategien und Bankgeschäftsfeldern im Privat- und Firmenkundengeschäft.

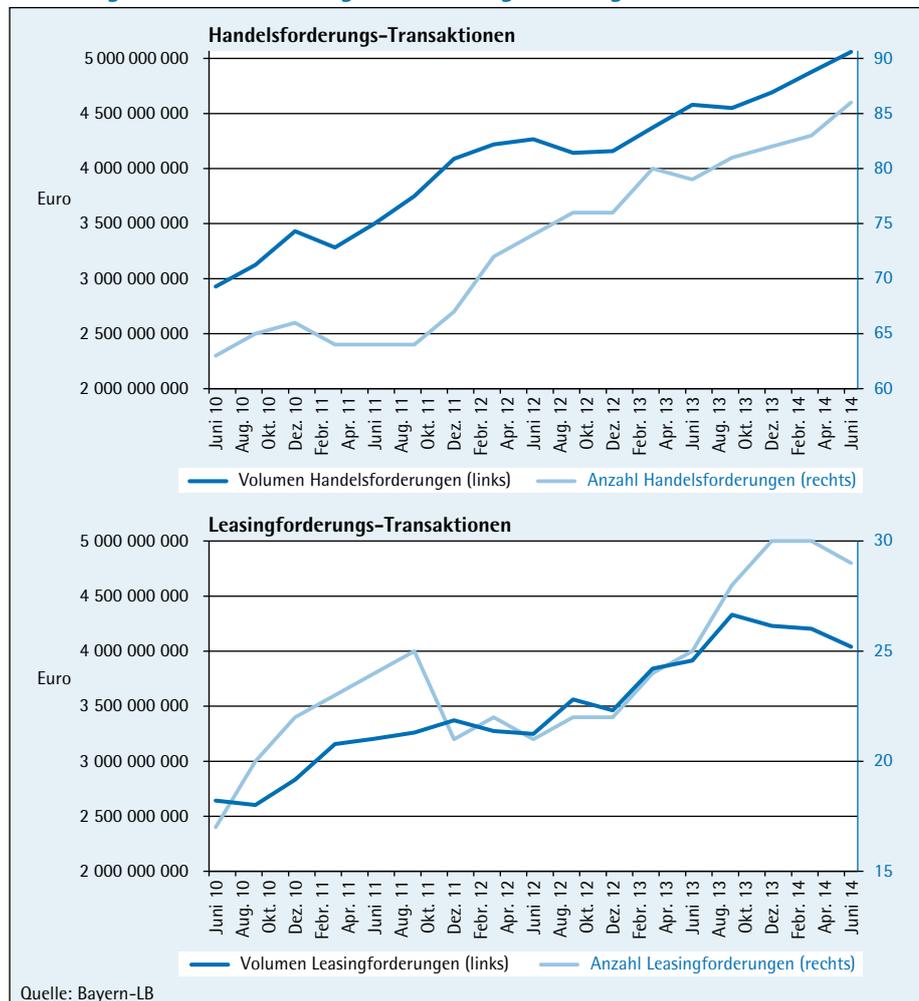


Nicht nur kleine und mittlere Kreditinstitute finden in diesem Praxishandbuch wertvolle Unterstützung im Umgang mit den gesellschaftlichen Veränderungen – auch die Großen der Branche können sich daraus Anregungen zur Entwicklung eigener Strategien holen.

Mehr Informationen und ein ausführliches Inhaltsverzeichnis finden Sie unter www.kreditwesens.de.

Fritz Knapp Verlag | Postfach 111151 | 60046 Frankfurt/M.
Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00 | E-Mail: vertrieb@kreditwesens.de

Abbildung 5: Handelsforderungs- und Leasingforderungs-Transaktionen



eingeschränkt zur Refinanzierung von Leasinggesellschaften zur Verfügung stehen.

Die übrigen Anforderungen der EBA reflektieren den realwirtschaftlichen Bezug und das tatsächliche Geschäft von Unternehmen aus Industrie und Handel weitestgehend. So gelten zum Beispiel auf Transaktionsebene keine Konzentrationsgrenzen (und auf Programmebene nur dann, wenn die Transaktion nicht über eine Warenkreditversicherung versichert ist), um auch Unternehmen zum Beispiel aus der Zulieferindustrie den Zugang zu dieser Refinanzierungsquelle zu ermöglichen. Genauso differenziert ist das Vorgehen der EBA bei der Offenlegung von Daten auf Einzelforderungsbasis: Solche Daten werden nur der Sponsor-Bank zur Verfügung gestellt. ABCP-Investoren werden allgemein zugänglich dagegen nur aggregierte Informationen zur Verfügung gestellt. Dies bringt das Interesse der Unternehmen am

Schutz ihrer oft vertraulichen Kundendaten und das Interesse des Kapitalmarkts an verlässlichen Daten in Einklang.

Realitätsferne Regelungen

Einzelne Regelungen aber gehen an der Realität der deutschen Wirtschaft vorbei. Zum Beispiel soll es Mindestanforderungen an die Bonität der Schuldner der verbrieften Forderungen geben. Für Unternehmenskredite gilt eine Grenze, dass das Risikogewicht (im KSA) 100 Prozent nicht übersteigen darf. Dies entspricht einer Bonitätsbeurteilung von mindestens BB-. In der Praxis kann das Rating der Endkunden oft nicht überprüft werden. Selbst wo dies möglich ist, ist die Grenze gerade für die exportorientierte deutsche Wirtschaft, aber auch Peripherie-Länder schwer einzuhalten. Denn die Kunden des verbrieften Unternehmens sind oft nicht öffentlich geratet und Unternehmen erfassen die

Daten zu ihren Kunden (zu Recht) auch nicht nach bankmäßigen Anforderungen. Ein Unternehmen bildet keine Kreditnehmereinheiten und prüft nicht die Jahresabschlüsse jedes ihrer Kunden. Kunden bestellen täglich und werden täglich beliefert. Verbrieft werden nicht Bankkredite, sondern die Forderungen der Wirtschaft. Außerdem ist die Anforderung, historische Daten über das zur Verbriefung vorgesehene Portfolio über die vergangenen 7 Jahre liefern zu können (Retailportfolios 5 Jahre) gerade für kurzfristige Handelsforderungen deutlich zu lang (siehe Übersicht).

Marktausblick

Die sehr positive Entwicklung des Marktes für die Verbriefung von Handelsforderungen in den letzten Jahren zeigt das wachsende Interesse der deutschen Wirtschaft an dieser Refinanzierungsform (Abbildung 5).

Diese positive Entwicklung des ABCP-Marktes kann sich fortsetzen, wenn die Verbriefung von Handels- und Leasingforderungen im Rahmen von ABCP-Programmen die Anforderungen an SST-Verbriefungen erfüllen kann. Der aktuelle Entwurf der EBA zeigt deutlich, dass die Aufsicht die gute Performance von ABCP-Programmen über einen langen Zeitraum gesehen und den Wert des Produktes für das Ziel einer weiteren Diversifikation der Unternehmensfinanzierung erkannt hat. Im Detail ist eine Ausgestaltung erforderlich, die sich an der Realität der Wirtschaft orientiert, und den Unternehmen keine unüberwindbaren regulatorischen Hürden auferlegt. Der Diskussions- und Gestaltungsprozess ist bereits in vollem Gange und erlaubt sowohl eine positive Zwischenbilanz als auch einen berechtigt positiven Ausblick auf die Zukunft einer sinnvoll regulierten und der Realwirtschaft dienenden „simple, standard and transparent“ ABCP-Verbriefung.

Der vorstehende Beitrag spiegelt ausschließlich die persönliche Meinung und Einschätzung der beiden Autoren wider.

Quellen

- 1) EU will Mittelstand neue Finanzierungsquellen eröffnen. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 29. 1. 2015
- 2) EBA Report on Qualifying Securitisation – Response to the Commission’s Call for Advice of January 2014 on Long-Term Financing vom 7. Juli 2015.

Warum synthetische Verbriefungen für eine funktionierende Kapitalmarktunion bedeutsam sind

Die beiden europäischen Projekte Hochqualitätsverbriefungen (High Quality Securitisation oder HQS) sowie Kapitalmarktunion sind einerseits eng miteinander verwoben, andererseits werden sie maßgeblich den künftigen Rahmen und die künftige Relevanz von Verbriefungen in Europa determinieren. Während bereits seit geraumer Zeit intensiv an beiden Projekten gearbeitet wird und bereits umfassende und weitreichende Ideen entwickelt werden konnten, ist der Instrumententypus der synthetischen Verbriefung erst sehr spät auf die Agenda gesetzt worden.

Im Ergebnis sind synthetische Verbriefungen nach dem letzten Stand der regulatorischen Arbeiten in Form des EBA-Berichts an KOM (Europäische Kommission) vom Juli 2015 kein Bestandteil von Hochqualitätsverbriefungen.¹⁾ Gleichwohl werden sowohl durch die EBA als auch durch KOM aktuell diesbezüglich Analysen und Überlegungen angestellt, die unter Umständen doch noch kurz- oder mittelfristig zu einer Erweiterung des Kanons zulässiger Verbriefungsformen, über True-Sale-Term-Verbriefungen und ABCP hinaus, führen könnten.

Verbriefung im Rahmen der Kapitalmarktunion

Verbriefung wird aller Voraussicht nach im Rahmen der europäischen Kapitalmarktunion eine exponierte Rolle spielen, vorausgesetzt das Projekt Hochqualitätsverbriefungen wird kurzfristig erfolgreich umgesetzt und es gelingt hierüber, den Verbriefungsmarkt insgesamt wieder zu revitalisieren. So heißt es bereits im Grünbuch der KOM vom Februar dieses Jahres zur Kapitalmarktunion²⁾: „Verbriefungen (...) können ein sehr wirkungsvolles Instrument zur Risikoübertragung sein und die Kreditvergabekapazitäten der Banken steigern (...). Ein nachhaltiger EU-Markt für

hochwertige Verbriefungen (...) könnte eine Brücke zwischen Banken- und Kapitalmarkt schlagen. (...)“³⁾

Dieser komplementäre Ansatz ist zu begrüßen und erscheint im Hinblick auf die Größenklassenstruktur europäischer Unternehmen nahezu zwingend und „alternativlos“. Dem größten Teil der europäischen KMUs und damit den meisten europäischen Unternehmen wird auf Grund ihrer Größe,⁴⁾ damit einhergehender Finanzierungsvolumina sowie organisatorischer Voraussetzungen der direkte Kapitalmarktzugang auch in Zukunft nicht möglich sein, beziehungsweise von ihnen gar nicht erst angestrebt werden. Insofern sollte die Kapitalmarktunion primär dazu dienen, die Kreditfinanzierung von KMUs durch Banken mithilfe des Kapitalmarktes und der Kreditverbriefung zu erleichtern und zu stimulieren, statt zu versuchen, um jeden Preis Kreditfinanzierung durch Kapitalmarktfinanzierung zu substituieren.

Frank Cerveny, Senior Manager Regulatory Affairs, KfW, Frankfurt am Main, und Dr. Stefan Krauss, Partner, Hengeler Mueller, Frankfurt am Main, und Mitglied des PCS Market Committee, London

Auch synthetische Verbriefungen sollte man aus Sicht der Autoren bei den Überlegungen zu einer vernünftigen Ausgestaltung der Kapitalmarktunion nicht pauschal verwerfen. Soweit es sich um Bilanz-Verbriefungen handelt, bescheinigen sie diesem Instrument nicht nur eine gute Performance, sondern halten es teilweise auch in puncto Komplexität und Transparenz durchaus auf Augenhöhe mit True-Sale-Transaktionen. Ihre naheliegende Botschaft: Die HQS-Anforderungen an synthetische Bilanz-Verbriefungen können nicht strenger sein als die an entsprechenden True-Sale-Verbriefungen. (Red.)

So begrüßenswert der grundsätzliche Ansatz der KOM und parallel der EBA ist, muss doch gesagt werden, dass er zumindest zunächst hinter dem Möglichen zurückblieb, da er ausschließlich auf True-Sale-Verbriefungen fokussierte. Dies erklärt sich vielleicht daraus, dass in der Frühphase der Diskussion um Hochqualitätsverbriefungen der Aspekt der bankenunabhängigen Finanzierung eine besondere Rolle spielte, was bezogen auf Verbriefung nichts anderes bedeutet als Unterstützung der Kreditvergabe durch Banken mittels einer – relativ günstigen – Refinanzierung.

Eigenkapitalentlastung und Risikotransfer als Determinanten

Entsprechend war auch die Meinung vorherrschend, Hochqualität ausschließlich auf Senior-Tranchen zu beschränken. Die mögliche Nutzenstiftung von Verbriefung ist jedoch vielschichtiger und umfasst zusätzlich zur Refinanzierung insbesondere auch das Management der Bilanzstruktur (zum Beispiel Leverage Ratio) sowie des Eigenkapitals als weitere wesentliche limitierende Faktoren für die Kreditvergabe durch Banken.

In der aktuellen Situation mit nachhaltig niedrigem Zinsumfeld und reichlicher Liquiditätsversorgung des Marktes (zum Beispiel via LTRO) dominieren letztere Faktoren in weiten Teilen sogar die Determinierung des Kreditvergabespielraums. Dies gilt auch und insbesondere für die Mitgliedsstaaten der Peripherie. Zwar wurde das gedankliche Konzept von Hochqualitätsverbriefungen nun relativ schnell auch um die Komponente des Risikotransfers erweitert, jedoch beschränkten sich die Überlegungen weiterhin auf True-Sale-Verbriefungen und klammerten synthetische Verbriefungen aus. Dies ist grundsätzlich insoweit überraschend, als synthetische Verbriefungen bereits in der Vergangen-

heit nachweislich und in nennenswertem Umfang als effizientes Instrument für Risikotransfer und Eigenkapital-Management eingesetzt wurden.⁵⁾ Als Argument wurde vonseiten der Aufsichtsbehörden stets eine vermeintlich höhere Komplexität angeführt. Nach Wahrnehmung der Verfasser sind die Vorbehalte, auch in der öffentlichen Meinung, zum großen Teil jedoch auf eine recht undifferenzierte Betrachtung zurückzuführen, die sich wie nachfolgend skizziert relativieren lässt.

Bilanz-Transaktionen versus Arbitrage-Transaktionen

Grundsätzlich sind Verbriefungen nach dem ihnen zugrunde liegenden Motiv in Bilanz- und Arbitrage-Transaktionen zu unterscheiden. Bei Bilanz-Transaktionen verfolgt der Originator das Ziel, aus seinem originären Geschäft (zum Beispiel Kreditvergabe an Private, KMUs) resultierende Bilanzaktiva über den Kapitalmarkt zu refinanzieren und/oder das Kreditrisiko aus Krediten und Kreditzusagen an den Kapitalmarkt zu transferieren, um entsprechend seine Bilanzstruktur beziehungsweise sein Eigenkapital zu steuern. Plakativ könnte man diese Art von Transaktionen auch als „realwirtschaftlich motiviert“ bezeichnen; Kreditvergabe und Verbriefung stehen in einem Wirkungszusammenhang. Im Falle synthetischer Verbriefungen stehen hierbei der Risikotransfer und die Eigenkapitalsteuerung im Vordergrund.

Arbitrage-Transaktionen hingegen werden aus dem Motiv heraus begeben, bei der eine Verbriefung initiiierenden Bank Erträge im Sinne einer Zinsmarge zu generieren und Investoren Finanzinstrumente mit bestimmten Zinsmargen und Rendite-Risikoprofilen anzubieten. Es liegt kein unmittelbarer Zusammenhang mehr zwischen dem originären Finanzierungsgeschäft einer Bank beziehungsweise der Realwirtschaft und einer Verbriefungstransaktion vor. Die einer Struktur zugrunde liegenden Kreditrisiken werden in der Regel speziell zum Zwecke der Verbriefung zusammengestellt (zum Beispiel als Portfolio von Unternehmens-CDS) und die Struktur in der Regel nach dem Renditehunger der Investoren ausgestaltet. Arbitrage-Transaktionen erlebten ihre Boomphase im Vorfeld der 2007/2008 ausbrechenden Finanzkrise.

Wesentliche Stellschrauben auf dem Weg zur „attraktiven“ Verzinsung sind einerseits

der Risikogehalt des verbrieften Portfolios und andererseits die Erhöhung von Leverage sowie der Einbau von Optionalitäten und Marktpreisrisiken in die Struktur. Unrühmliche Paradebeispiele hierfür waren synthetische Wiederverbriefungen von US Subprime RMBS, sowie CSOs (Collateralized Synthetic Obligations), welche auf Portfolios von CDS referenzierten, welche sich wiederum auf Unternehmen, Banken oder Staaten bezogen sowie als mutmaßlicher Höhe- beziehungsweise Tiefpunkt des Financial Engineering schließlich CPDOs (Constant Proportion Debt Obligations), durch welche Investoren Wetten auf bestimmte Handelsstrategien eingehen konnten. In der Presse und der öffentlichen Wahrnehmung dominierten und dominieren leider diese Arbitrage-Instrumente, nicht zuletzt getrieben durch ihre extrem schlechte Performanceentwicklung, die in entsprechenden Rating-Herabstufungen, Ausfällen und realisierten Verlusten zum Ausdruck kam.

Exzellente Performance synthetischer Bilanz-Verbriefungen

Die erwiesenermaßen gute Qualität synthetischer Bilanz-Verbriefungen und deren Nutzen für Investor, Originator, aber auch als Instrument der Förderpolitik ist hierüber leider etwas in den Hintergrund gedrängt und nachweislich äußerst erfolgreiche und qualitativ hochwertige synthetische Verbriefungen wie zum Beispiel diejenigen der KfW-Plattformen Promise und Provide gewissermaßen in Sippenhaft genommen worden. Dabei relativiert sich bei genauerem Hinsehen sowohl der Vorwurf relativ hoher Komplexität (siehe dazu unten) als auch derjenige geringerer Qualität recht schnell.

Als Beleg für die historisch betrachtet sehr gute Performance synthetischer Bilanztransaktionen soll die nachfolgende Auswertung von Transaktionen im Gesamtvolumen von 125 Milliarden Euro dienen, bei denen die KfW seit dem Jahr 2000 als Intermediär fungiert hat. Die Grundgesamtheit umfasst sowohl Transaktionen der bekannten „Plattformen“ Promise (KMU) sowie Provide (RMBS) als auch sonstige Varianten. Die beiden zentralen Kennzahlen der kumulierten Kreditausfälle in den verbrieften Portfolios sowie der kumulierten realisierten Verluste haben sich bei den überwiegend bereits beendeten und zurückgezählten Transaktionen mit wenigen

Ausnahmen sehr positiv entwickelt. So liegen die kumulierten realisierten Verluste, unter Berücksichtigung von Verwertungserlösen der ausgefallenen und abgewickelten Darlehen, im Durchschnitt bei deutlich weniger als 0,5 Prozent der ursprünglichen Transaktionsvolumina (Abbildung 1).

Fokussiert man auf die Entwicklung der Kreditausfälle in den verbrieften Portfolios und vergleicht zum Beispiel die in den Portfolios der Promise-Serie tatsächlich eingetretenen mit den ex ante zum Emissionszeitpunkt auf Basis ihrer Ratings über die Laufzeit hinweg geschätzten Quoten, wird deutlich, dass die Ist-Performance sich sogar deutlich besser darstellt als zum Emissionszeitpunkt zu erwarten gewesen wäre (Abbildung 2)⁶⁾.

Strukturelle Einfachheit, Transparenz und Sicherheit

Geringe Komplexität synthetischer Bilanz-Verbriefungen: True-Sale-Verbriefungen durch Banken basieren auf dem Verkauf eines zu verbrieften Forderungsportfolios. Sie erfordern selbst bei einfachster Ausgestaltung typischerweise (1) die Gründung einer Zweckgesellschaft (SPV) nebst zugehöriger Verträge für deren Verwaltung, (2) den Verkauf und die insolvenzfesten Übertragung der verbrieften Forderungen (gegebenenfalls nebst Sicherheiten) an das SPV, (3) die Finanzierung des Forderungsankaufs durch die Emission mehrerer Klassen von Schuldverschreibungen des SPV, die nach einer bestimmten Rangfolge aus den Einnahmen des SPV zu bedienen sind, (4) den Abschluss eines Zinsswaps durch das SPV zur Absicherung des Zinsrisikos aus Festzinsen auf der Aktiv- und variablen Zinsen auf der Passivseite des SPV, (5) die Bestellung eines Beauftragten (Servicer) durch das SPV, der das Inkasso der Forderungen des SPV und die Weiterleitung der vereinnahmten Gelder an das SPV besorgt, (6) die Einrichtung und Unterhaltung von Bankkonten des SPV, (7) die Bestellung eines Kontenverwalters (Cash Administrator), der die Verbindlichkeiten des SPV aus dessen Barvermögen bedient, (8) die Bestellung einer Zahlstelle zur Bedienung der ABS, (9) die Bestellung eines Sicherheitentreuhänders, dem am Vermögen des SPV Sicherheiten zugunsten der Verbriefungsgläubiger bestellt werden, sowie vielfach (10) die Bereitstellung einer Liquiditätsfazilität für das SPV und (11) die Bestellung eines Da-



Abbildung 1: Performance synthetischer Verbriefungen am Beispiel von KfW-Transaktionen

Lfd. Nr.	Promise (KMU)	Bloomberg-Ticker	Jahr	Ursprüngliches Transaktionsvolumen (Millionen Euro)	Originator	Kumulative Kreditausfälle (in % Ursprungsvolumen)	Kumulative realisierte Verluste (in % Ursprungsvolumen)
1	Promise-I 2000-1 plc	PROMS I00-1	2000	2.524	IKB	4,08	0,43
2	Promise-A 2000-1 plc	PROMS A00-1	2000	1.000	HVB	3,00	0,00
3	Promise-K 2001-1 plc	PROMS K01-1	2000	1.000	Dresdner Bank	0,52	0,06
4	Promise-Z 2001-1 plc	PROMS Z01-1	2000	1.000	DZ BANK	2,54	1,52
5	Promise-G 2001-1 plc	PROMS G01-1	2001	650	BW Bank	0,29	0,11
6	Promise-I 2002-1 plc	PROMS I02-1	2002	3.650	IKB	3,70	0,15
7	Promise-A 2002-1 plc	PROMS A02-1	2002	1.618	HVB	2,02	0,01
8	Promise-C 2002-1 plc	PROMS C02-1	2002	1.500	Commerzbank	0,61	0,03
9	Promise Austria-2002 plc	PROMS AU02-1	2002	1.007	Bank Austria CA	0,95	0,02
10	Promise Color 2003-1	PROMS COL-03	2003	1.133	HVB	3,90	0,95
11	Promise XXS-2003-1 plc	PROMS XXS-03	2003	2.153	HVB	1,60	0,01
12	Promise Caravela 2004 plc	PROMS CARA	2004	3.500	BCP	1,49	0,15
13	Promise-I Mobility 2005-1 plc	PROMS IM05-1	2005	650	IKB	5,51	0,76
14	Promise-I Mobility 2005-2 plc	PROMS IM05-2	2005	1.501	IKB	6,84	0,98
15	PROMISE-K 2006-1 plc	PROMS K06-1	2006	2.100	Dresdner Bank	0,05	0,02
16	Promise-I Mobility 2006-1 plc	PROMS IM06-1	2006	1.700	IKB	5,05	1,02
17	Promise XXS-2006-1 GmbH	PROMS XXS-06	2006	4.493	HVB / Bank Austria CA	2,18	0,83
18	Promise-I Mobility 2008-1 plc	PROMS IM08-1	2008	1.501	IKB	3,19	0,47

Lfd. Nr.	Provide (RMBS)	Bloomberg-Ticker	Jahr	Ursprüngliches Transaktionsvolumen (Millionen Euro)	Originator	Kumulative Kreditausfälle (in % Ursprungsvolumen)	Kumulative realisierte Verluste (in % Ursprungsvolumen)
1	Provide-A 2001-1 plc	PROVI A01-1	2001	1.000	HVB	2,31	0,34
2	Provide Home 2001-1 plc	PROVI H01-1	2001	1.548	Aareal Bank	n/a (aggregated)	0,02
3	Provide Blue 2002-1 plc	PROVD 2002-1	2002	1.300	BHW	4,47	0,22
4	Provide Gems 2002-1 plc	PROVI G02-1	2002	1.052	Rheinhyp	n/a (aggregated)	3,20
5	Provide Residence 2002-1 plc	PROVI R02-1	2002	1.508	Commerzbank	n/a (aggregated)	0,07
6	Provide Comfort 2002-1 plc	PROVID C02-1	2002	3.006	Hypo Real Estate	n/a (aggregated)	0,03
7	Provide Home 2002-1 plc	PROVI H02-1	2002	1.821	Aareal Bank	5,25	0,01
8	Provide-VR 2002-1 plc	PROVI VR02-1	2002	623	DG HYP	6,49	2,68
9	Provide Blue 2002-2 plc	PROVD 2002-2	2002	1.655	BHW	2,53	0,02
10	Provide Residence 2002-2 plc	PROVI R02-2	2002	1.511	Commerzbank	n/a (aggregated)	0,02
11	Provide Blue 2003-1 plc	PROVD 2003-1	2003	1.947	BHW	2,18	0,02
12	Provide Residence 2003-1 plc	PROVI R03-1	2003	1.528	Commerzbank	n/a (aggregated)	0,01
13	Provide Green 2003-1 plc	PROVG 2003-1	2003	1.018	Westdeutsche Immobilienbank	0,55	0,01
14	Provide Release 2003-1 plc	PROVI RL03-1	2003	1.750	Egg Banking plc	n/a (aggregated)	0,00
15	Provide-A 2003-1 plc	PROVI A03-1	2003	3.100	HVB	n/a (aggregated)	0,09
16	Provide Orange 2003-1 B.V.	PROVO 2003-1	2003	1.000.000	NIB Capital	4,26	0,20
17	Provide Domicile 2003-1 plc	PROVI D03-1	2003	1.972	Postbank	1,03	0,00
18	Provide-VR 2003-1 plc	PROVI VR03-1	2003	449	DG HYP	5,43	2,30
19	Provide-A 2004-1 plc	PROVI A04-1	2004	3.500	HVB	n/a (aggregated)	0,05
20	Provide Lowlands 1 B.V.	PROVL-1	2004	1.000	SNS	1,21	0,00
21	Provide Blue 2004-1 plc	PROVD 2004-1	2004	2.176	BHW	0,39	0,03
22	Provide Casa 2004-1	PROVI CA04-1	2004	1.040	AHBR	1,33	0,02
23	Provide-VR 2004-1 plc	PROVI VR04-1	2004	500	DG HYP	3,75	0,86
24	Provide MLF 2004 plc	PMLF 2004	2004	241	(CFF) Credit Foncier de France	1,04	0,05
25	Provide Graphite 2005-1 plc	GRAPH 2005-1	2005	1.858	Northern Rock	1,66	0,24
26	Provide Blue 2005-1 plc	PROVD 2005-1	2005	1.400	BHW	3,54	0,50
27	Provide Blue 2005-2 plc	PROVD 2005-2	2005	3.901	BHW	3,55	0,48
28	Provide-A 2005-1 plc	PROVI A05-1	2005	4.778	HVB	1,43	0,07
29	Provide Bricks 2005-1 plc	PBRIX 2005-1	2005	2.997	Realkredit Danmark A/S	n/a (aggregated)	0,02
30	Provide Graphite 2005-2 plc	GRAPH 2005-2	2005	1.735	Northern Rock	2,34	0,41
31	Provide Graphite 2006-1 plc	GRAPH 2006-1	2006	2.153	Northern Rock	3,29	0,67
32	Provide-A 2006-1 GmbH	PROVI A06-1	2006	2.903	HVB	1,54	0,06
33	Provide Bricks 2007-1 plc	PBRIX 2007-1	2007	4.000	Realkredit Danmark A/S	n/a (aggregated)	0,01
34	Provide Domicile 2009-1	PROVI D09-1	2009	1.534	Postbank	1,37	0,04

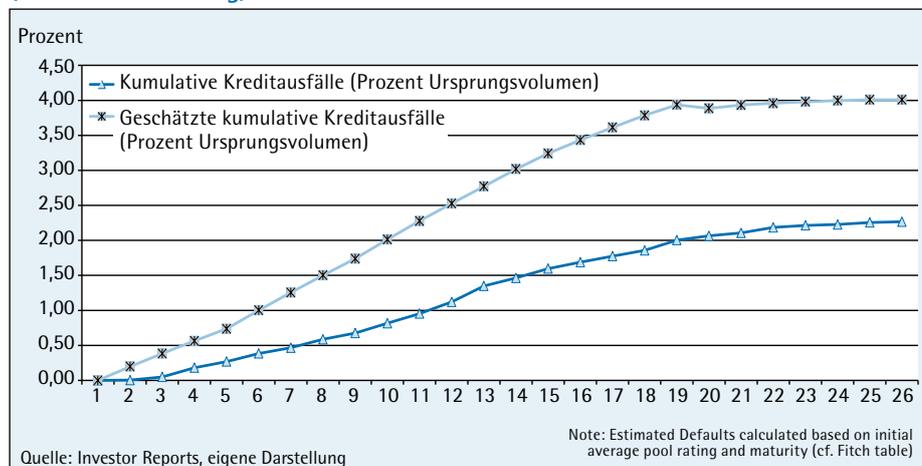
Lfd. Nr.	Sonstige	Bloomberg-Ticker	Jahr	Ursprüngliches Transaktionsvolumen (Millionen Euro)	Originator	Kumulative Kreditausfälle (in % Ursprungsvolumen)	Kumulative realisierte Verluste (in % Ursprungsvolumen)
1	Symvonie 2004-1 plc	SYMV 2004-1	2004	200	National Bank AG	2,70	0,00
2	Seas 2005-1 plc	SEAS 2005-1	2005	650	IKB	0,15	0,22
3	Roof Cee 2006-1 plc	n/a	2006	450	Raiffeisenbank International	2,86	0,12
4	Process Home 2003 plc	PRCS 2003	2003	1.524	Aareal Bank	4,95	0,00
5	Proscore-VR 2005-1 plc	PROVR 2005-1	2005	735	DG HYP	5,04	0,79
6	primus MULTHAUS 2006 GmbH	MULTH 2006	2006	383	Nord LB	0,00	0,00
7	Stability CMBS 2007-1 GmbH	STAB 2007-1	2007	909	IKB	7,42	0,42
8	Prime Bricks 2007-1	PBRIX 2007-1	2007	4.498	Realkredit Danmark S/A	n/a (aggregated)	n/a (aggregated)
9	R-Estate Germany - 6	REGER 2007-6	2006	4.615	Hypo Real Estate	0,00	0,12
10	Mortgage Loans France 2007	n/a	2007	3.766	CFF (Credit Foncier de France)	0,75	0,02
11	Prime Bricks 2008-1	PBRIX 2008-1	2008	1.495	Realkredit Danmark S/A	n/a (aggregated)	n/a (aggregated)
12	EPIC plc	ESSEN 1	2004	374	Depfa Bank	0,00	0,00
13	Stichting PROFILE Securitisation I	PROFL I	2006	373	Sumitomo Mitsui Banking Corp Europe/ NIBC	0,00	0,00
14	EPIC 2 plc	ESSEN 2	2006	718	Depfa Bank	0,00	0,00
15	Smart PFI 2007	SMPFI 2007-1	2007	389	Sumitomo Mitsui Banking Corp Europe	0,00	0,00
16	EPIC 3 plc	ESSEN 3	2008	666	Depfa Bank	0,00	0,00

Anzahl 68

1.116.929

Quelle: Investor Reports, Verkaufsprospekte

Abbildung 2: Kreditausfälle auf Portfolioebene der Promise-Serie (Ist versus Schätzung)



tenschutztreuhänders, dem kodierte Personendaten zu den verbrieften Forderungen anvertraut werden.

Synthetische Bilanz-Verbriefungen durch Banken basieren dagegen auf dem ebenso einfachen wie althergebrachten Prinzip einer barbesicherten Ausfallgarantie für bestimmte Forderungen der Bank.⁷⁾ Die einfachste Form einer solchen Bilanz-Verbriefung besteht aus einer Ausfallgarantie des Investors zugunsten der Bank, die durch eine Bareinlage des Investors bei der Bank abgesichert ist. Meist werden Ausfallgarantie und Barsicherheit sogar in einem einzigen Rechtsgeschäft zusammengeführt. Dabei handelt es sich um eine Schuldverschreibung der Bank, in der die Ausfallgarantie eingebettet ist: Die Bedingungen der Schuldverschreibung sehen vor, dass die unter der Ausfallgarantie zu leistenden Beträge dem Emittenten der Schuldverschreibung gutgebracht werden, indem sie vom Kapital der Schuldverschreibung abgezogen werden.⁸⁾

Die Grundstruktur einer synthetischen Bilanz-Verbriefung besteht somit aus einer Schuldverschreibung der verbrieften Bank mit eingebetteter Ausfallgarantie. Sie erfordert weder ein SPV noch das bei True-Sale-Verbriefungen notwendige Geflecht von Dienstleistungen. Sie ist damit weit weniger komplex als die einer True-Sale-Verbriefung.

Komplexer und riskanter?

Gelegentlich ist zu hören, dass synthetische Bilanz-Verbriefungen komplex seien,

weil die eingebettete Ausfallgarantie oft umfangreiche Regelungen enthalte. Außerdem wird vorgebracht, dass diese Transaktionen riskanter seien als True-Sale-Verbriefungen, weil das Risiko des Investors je nach Ausgestaltung der Ausfallgarantie ganz unterschiedlich sein könne.

Man fragt sich, bei welchem Vertrag beziehungsweise Geschäft das anders ist. Mit demselben Recht könnte man sagen, Darlehen seien komplex und gefährlich, weil Darlehensverträge (zum Beispiel die LMA-Standardverträge) umfangreiche und komplexe Regelungen enthalten können und das Risiko der Parteien entscheidend vom Inhalt des Vertrages abhängt. Erst recht gilt dies für die umfangreiche Dokumentation von True-Sale-Verbriefungen. Die beiden genannten Einwände erweisen sich bei näherem Hinsehen mithin als unhaltbar.

Wie bei jeder aufsichtsrechtlich entlastenden Absicherung richtet sich die Ausgestaltung der eingebetteten Ausfallgarantie nach den geltenden bankaufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen. Dabei werden aus wirtschaftlichen Gründen in aller Regel nur genauso viele Risiken auf den Investor übertragen wie aufsichtsrechtlich gefordert. Die Mehrzahl der Regelungen bei synthetischen Bilanz-Verbriefungen ist in der Praxis dem Wunsch der Investoren geschuldet, die übernommenen Ausfallrisiken im Investoreninteresse im Detail zu definieren und von anderen Risiken (zum Beispiel Rechtswirksamkeit der abgesicherten Forderung oder operative Risiken bei der Forde-

rungsverwaltung), die nicht abgesichert werden sollen, abzugrenzen.

Die Regelungsmechanik der Ausfallgarantie ist dabei denkbar einfach: Forderungsausfälle dürfen nur dann vom Kapital der Schuldverschreibung abgezogen werden, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Diese Bedingungen sind typischerweise, dass die Forderungen die bei Abschluss der Transaktion zugesicherten Eigenschaften haben, dass der Ausfall nicht durch ein Fehlverhalten der Bank beim Inkasso verursacht wurde und die Verwertung der Forderung und etwaiger Sicherheiten abgeschlossen wurde.

Im Interesse der Investoren wird häufig als weitere Bedingung für die Ziehung der Garantie durch Abzug vom Kapital der Schuldverschreibung vereinbart, dass ein unabhängiger Dritter (zum Beispiel ein Wirtschaftsprüfer) die Einhaltung dieser Bedingungen prüft und bestätigt. Dieser „Loss Audit“ hat sich weitgehend zu einem Standardmerkmal synthetischer Bilanz-Verbriefungen entwickelt und wird daher in der weiteren Darstellung als fester Bestandteil dieser Transaktionen unterstellt.

Strukturelle Transparenz verschieden

Ebenfalls im Investoreninteresse werden die Zahlungspflichten der Bank unter den Schuldverschreibungen vielfach besichert. Die Besicherung kann zum Beispiel durch die Verpfändung oder Sicherungsübertragung von Pfandbriefen oder, wie im Falle aller Promise- und Provisen-Transaktionen der KfW, durch Obligationen einer erstklassigen Adresse (zum Beispiel KfW) erfolgen. In manchen Fällen kann es (zum Beispiel aus insolvenzrechtlichen Gründen) erforderlich sein, die Besicherung durch die Zwischenschaltung eines SPV zu bewirken.⁹⁾ Auch in diesen Fällen ist die Komplexität der Transaktion weit geringer als bei einer True-Sale-Verbriefung, da das SPV lediglich die Pfandbriefe erwirbt. Die strukturelle Komplexität, die beim True Sale aus dem Erwerb und dem Inkasso der Forderungen durch das SPV sowie aus der Durchleitung der Zahlungsströme aus dem Forderungsportfolio an die Gläubiger des SPV entsteht, ergibt sich in diesen Fällen nicht.

Transparenz synthetischer Bilanz-Verbriefungen: Die Transparenz in Bezug auf

Informationen zum Forderungsportfolio und den Originator ist unabhängig davon, ob es sich um eine True Sale oder eine synthetische Verbriefung handelt. Dagegen ist die Transparenz der Transaktionsstruktur und den sich daraus ergebenden Risiken, das heißt die strukturelle Transparenz, bei beiden Verbriefungsarten verschieden. Die strukturelle Transparenz synthetischer Bilanz-Verbriefungen ist schon wegen der weniger komplexen Transaktionsstruktur und Dokumentation größer als bei True-Sale-Verbriefungen. Hinzu kommt, dass die vom Investor übernommenen Risiken bei synthetischen Bilanzverbriefungen in der Regel transparenter sind als bei True-Sale-Verbriefungen.

Bei True-Sale-Verbriefungen liegen – zusätzlich zum Ausfallrisiko des verbrieften Portfolios – alle weiteren rechtlichen, wirtschaftlichen und operationalen Risiken, die sich aus dem Erwerb und der Verwaltung eines Forderungsportfolios ergeben, primär beim SPV (und damit mittelbar beim Investor).

Beispiele hierfür sind das Risiko, dass (1) die verbrieften Forderungen unwirksam oder einredebehaftet sind, (2) der Erwerb der Forderungen unwirksam oder nicht insolvenzfest ist, (3) die Forderungen durch Aufrechnung des Schuldners mit Forderungen gegen die Bank erlöschen, (4) auf die Forderungen vereinnahmte Beträge nicht weitergeleitet werden, (5) Ausfälle durch Fehler bei der Verwaltung oder Durchsetzung der Forderungen entstehen, und (6) in der Insolvenz der verbrieften Bank es nicht gelingt, das Inkasso der Forderungen durch eine andere Stelle zeitnah und mit der erforderlichen Qualität sicherzustellen und einen Ersatz für den Zinsswap zu finden, der das Zinsrisiko zwischen festen Portfolio- und variablen ABS-Zinsen absichert.

Ausfallrisiko der Forderungen und Adressenrisiko der Bank

Aus den diversen Verträgen des SPV mit der Bank und den sonstigen Transaktionsbeteiligten stehen dem SPV beim Eintritt dieser Risiken regelmäßig Ersatzansprüche zu, deren Werthaltigkeit jedoch im Einzelfall Solvenzrisiken, Rechtsrisiken und Prozessrisiken (Rückgriffsrisiken) ausgesetzt sein können. Die sich hieraus ergebende Gemengelage von Risiken stellt zusätzlich zur beschriebenen Komplexität

der Transaktionsstruktur eine nicht unerhebliche Beeinträchtigung der strukturellen Transparenz von True-Sale-Transaktionen dar.

Bei synthetischen Transaktionen trägt der Investor zwei klar identifizierbare Risiken: das Ausfallrisiko der verbrieften Forderungen und das Adressenrisiko der emittierenden Bank oder, bei besicherten Transaktionen, der für die Schuldverschreibungen gestellten Sicherheiten (zum Beispiel Pfandbriefe).

Die schon beschriebenen weiteren Risiken einer True-Sale-Verbriefung entfallen dagegen. Grund hierfür ist zum einen, dass sich diese Risiken strukturbedingt teilweise erst gar nicht ergeben (etwa Übertragungsrisiko, Weiterleitungsrisiko, Aufrech-

nungsrisiko, Servicerersatzungsrisiko, Swapersetzungsrisiko).

Zum anderen hat der Investor aus einer Schuldverschreibung mit eingebetteter Ausfallgarantie primär einen Anspruch auf die vollständige Zahlung von Kapital und Zinsen. Ein Kapitalabzug wegen eines Forderungsausfalls ist überhaupt nur zulässig, soweit er nicht auf Risiken beruht, die vereinbarungsgemäß von der Bank zu tragen sind und dies von einem unabhängigen Prüfer bestätigt wird. Ausfälle infolge unzulänglicher Forderungsverwaltung oder Sicherheitenverwertung oder infolge von Rechtsmängeln der verbrieften Forderung berechtigen erst gar nicht zu einem Abzug vom Kapital der Schuldverschreibung. Auch aus diesem Grund ist die strukturelle Transparenz von synthetischen Bilanz-Ver-

Bitte beachten Sie

Für Ihre maßgeschneiderten Anzeigen- und Print-Kampagnen bieten wir Ihnen eine Auswahl folgender Themenschwerpunkte der ZfgK:

Der Genossenschaftsverbund zieht Bilanz

Ausgabe 1. Oktober 2015 | AS: 22. 9. 2015 / DU: 24. 9. 2015

Personalmanagement als Daueraufgabe

Ausgabe 15. Oktober 2015 | AS: 6. 10. 2015 / DU: 8. 10. 2015

Das Fondsgeschäft 2016

Ausgabe 15. Januar 2016 | AS: 6. 1. 2016 / DU: 8. 1. 2016



PERSONALANZEIGEN

In der ZfgK erreichen Sie die gesamte Führungsebene der Finanzwirtschaft

Bei Rückfragen oder Beratungswünschen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung:

Hans-Peter Schmitt, Anzeigenverkauf, Fon 069/97 08 33-43
oder E-Mail an h.schmitt@kreditwesen.de

briefern höher als die entsprechende True-Sale-Transaktionen.

Strukturelle Sicherheit besicherter synthetischer Bilanz-Verbriefungen: Bei allen synthetischen Bilanz-Verbriefungen im Rahmen der KfW-Plattformen sowie bei zahlreichen anderen synthetischen Bilanz-Verbriefungen, bei denen die Schuldverschreibungen durch Pfandbriefe besichert wurden, sind die strukturellen Transaktionsrisiken für Investoren deutlich geringer als bei vergleichbaren True-Sale-Transaktionen. Wie schon dargelegt, ergeben sich bei True-Sale-Transaktionen eine Reihe von unerwünschten rechtlichen und operationalen Risiken, die sich vor allem in der Insolvenz des Originators auswirken. Hierzu gehören unter anderem Rückgriffsrisiken gegen den Originator und andere Beteiligte in Bezug auf Gewährleistungs-, Übertragungs-, Servicing- und sonstige operationale Risiken sowie die Risiken im Zusammenhang mit einem insolvenzbedingten Fortfall von Forderungsverwaltung und Zinsswap.

Diese Risiken bestehen bei den genannten synthetischen Bilanz-Verbriefungen wie schon dargelegt nicht. Insbesondere können Forderungsausfälle vom Kapital der Schuldverschreibungen immer nur abgezogen werden, soweit eine unabhängige Prüfung (in der für die Investoren besonders sicheren Rückschau) ergibt, dass die Ausfälle nicht auf einem Verstoß gegen die vertraglichen Anforderungen beruhen. Im Falle der Insolvenz des Originators werden die Schuldverschreibungen fällig und aus für sie bestellten Sicherheiten (KfW-Obligationen, Pfandbriefe) zurückgeführt.¹⁰⁾

Synthetische Hochqualitätsverbriefungen

Zur Erreichung des für den Kreditvergabespielraum entscheidenden regulatorischen Risikotransfers aus Krediten und Kreditzusagen reicht vereinfacht ausgedrückt eine Absicherung beziehungsweise Ausplazierung von mehr als der Hälfte des mezzaninen Risikos eines Kreditportfolios. Aktuell werden derartige Transaktionen in der Regel bilateral und ohne externes Rating abgeschlossen.

Dies hat unter anderem folgende Implikationen: (1) aus Kostengründen meist keine externen Ratings, (2) Originator verwendet zum Nachweis des signifikanten Risikotransfers den formelbasierten Ansatz (SFA),

(3) als Sicherungsgeber beziehungsweise Investor treten in der Regel weder Banken noch Versicherungen auf, sondern vielmehr stark spezialisierte Credit Funds-/Investoren, mit zum Teil geringeren beziehungsweise keinen regulatorischen Restriktionen, (4) der Markt ist damit – gemessen an der Zahl der Marktteilnehmer – für Außenstehende relativ intransparent und klein, (5) der Markt ist auf der Seite der Sicherungsgeber relativ stark konzentriert, (6) der Markt stellt sich auf der Seite der Originatoren, welche potenziell EK-Entlastung suchen, jedoch mit dem Instrument wenig/nicht vertraut und vielleicht zu klein sind, um aktiv von vorhandenen Sicherungsgebern angesprochen zu werden, schwer beziehungsweise nicht zugänglich dar, (7) insgesamt fehlen Ansatzpunkte, um diesen Markt mittel- oder langfristig wieder in einen eher öffentlichen und breiter diversifizierten Zustand zu überführen.

Diese Situation könnte durch eine angemessene Standardisierung von Transaktionsstrukturen, Spezifikation geeigneter Abgrenzungskriterien sowie in der Folge Qualifizierung synthetischer Verbriefungen als „Hochqualität“ und Schaffung eines adäquaten regulatorischen Rahmens aufgelöst werden. Da synthetische Bilanz-Verbriefungen, wie gezeigt, sowohl im Hinblick auf ihre historische Performance als auch auf ihre strukturelle Einfachheit, Transparenz und Sicherheit entsprechenden True-Sale-Transaktionen überlegen oder zumindest ebenbürtig sind, muss dabei der Grundsatz gelten, dass die HQS-Anforderungen an synthetische Bilanz-Verbriefungen nicht strenger sein können als die an entsprechende True-Sale-Verbriefungen. In der Folge könnten dann synthetische Verbriefungen auch einen wertvollen Beitrag zu einer erfolgreichen Umsetzung der europäischen Kapitalmarktunion leisten.

Der Artikel gibt die Meinung der Autoren wieder und ist keine Stellungnahme von Hengeler Mueller oder der KfW.

Fußnoten

1) Vgl. EBA „Report on qualifying securitisations. Response to the Commission's call for advice of January 2014 on long-term financing“: „The framework proposed in this report does not cover synthetic securitization transactions as the EBA acknowledges that defining a synthetic securitization-specific qualifying framework requires further analysis and market assessment, given the different nature of synthetic transac-

tions and the variety of market practices that currently exist in this segment.“

- 2) Vgl. KOM „Grünbuch – Schaffung einer Kapitalmarktunion“, 18. Februar 2014.
- 3) Vor diesem Hintergrund definiert das Grünbuch die europäischen Arbeiten zu Hochqualitätsverbriefungen als eine der kurzfristigen Prioritäten. Entsprechend hat KOM auch noch im Februar 2015 eine Konsultation zu Hochqualitätsverbriefungen durchgeführt. Während die Aussagen des Grünbuchs insgesamt noch recht allgemein gehalten sind, wird für Ende September 2015 – also nach Abgabe des Manuskripts für den vorliegenden Artikel – ein detaillierter Aktionsplan der KOM zur Kapitalmarktunion erwartet, ebenso wie ein umfassender Regulierungsentwurf der KOM zu Hochqualitätsverbriefungen.
- 4) Mehr als 99 Prozent aller Unternehmen der EU-28 fallen unter die KMU-Definition von KOM (maximal 250 Arbeitnehmer und maximal 50 Millionen Euro Umsatz oder 43 Millionen Euro Bilanzsumme).
- 5) Es liegen keine belastbaren Statistiken über den synthetischen Verbriefungsmarkt mit all seinen verschiedenen Ausprägungen vor. Die Betrachtung beschränkt sich deshalb auf synthetische Bilanz-Transaktionen, bei denen die KfW als Intermediär fungiert hat, was nach herrschender Meinung den größten Teil synthetischer, europäischer Bilanz-Transaktionen widerspiegelt. Das Gesamtvolumen allein dieser synthetischen Verbriefungen beträgt rund 125 Milliarden Euro. Im Bereich der Mittelstandskredite wurde allein über die im Jahr 2000 eingeführte Promise-Plattform (Promise = Promotional Mittelstand Loan Securitisation) der KfW im Rahmen von 18 Transaktionen das Kreditrisiko aus rund 68 000 KMU-Krediten mit einem Gesamtvolumen von 34 Milliarden Euro an den Kapitalmarkt transferiert.
- 6) Vgl. hierzu ausführlich Schmidtchen/Cerveny „Performance deutscher Mittelstandsverbriefungen in den Jahren der Krise“, in Kreditwesen 19-2010, S. 1020 ff.
- 7) Typischerweise sieht die Ausfallgarantie einen Selbstbehalt der Bank und einen Höchstbetrag vor. Dies macht sie aufsichtsrechtlich zu einer Verbriefung.
- 8) Diese Schuldverschreibungen werden neudeutsch als „Credit Linked Notes“ bezeichnet. Die aus dem Derivatebereich kommende Wortschöpfung dürfte, ebenso wie das Attribut „synthetisch“, dazu beigetragen haben, die zugrunde liegende Ausfallgarantie völlig unzutreffend als neuartige und komplexe Struktur wahrzunehmen. Im besonderen Fall der synthetischen Bilanz-Verbriefung wäre die Bezeichnung „Loss Guarantee Notes“ oder „Guarantee Notes“ treffender.
- 9) In diesen Fällen emittiert das SPV die Schuldverschreibungen mit eingebetteter Ausfallgarantie, erwirbt vom Emissionserlös die Pfandbriefe oder sonstigen Sicherheiten und gewährt der Bank eine Ausfallgarantie, die der eingebetteten Ausfallgarantie genau entspricht.
- 10) Selbst wenn, abweichend von bisherigen synthetischen Bilanzverbriefungen, die Transaktionsstruktur vorsehen sollte, dass die Absicherung des Portfolios auch in der Insolvenz des Originators fortbesteht, sind Investoren vor etwaigen insolvenzbedingten Mängeln des Servicing durch die dargelegten Anforderungen an Verlustzuweisungen geschützt. Soweit keine Kapitalabzüge stattfinden, werden Zins und Kapital der Schuldverschreibungen aus den für sie bestehenden Sicherheiten geleistet.

Sie planen eine Festschrift? Wir helfen Ihnen dabei.

Beratung und fachliche Begleitung
von der Idee bis zum fertigen Buch

Konzeption und Gestaltung
von der Schriftauswahl bis zum Einband

Lektoratsarbeiten, Textredaktion
und Hilfe bei der Bildauswahl und
Bildbeschaffung

Herstellerische Betreuung
von der Musterseite bis zum Imprimatur

Werbung und Pressearbeit
(immer in Abstimmung mit Ihnen)

Vertrieb im Buchhandel
und logistische Unterstützung bei
Verteilung und Versand des Werkes

Ihr Ansprechpartner:

Uwe Cappel
Verlag Fritz Knapp GmbH
Aschaffener Straße 19
60599 Frankfurt am Main
Telefon (069) 97 08 33-0
Telefax (069) 7 07 84 00
E-Mail: verlagsleitung@kreditwesen.de



Besondere Anlässe sollten besonders gefeiert werden!

Schuldscheindarlehen und Vorschläge europäischer Standards für Privatplatzierungen

Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen haben sich auch während der Finanz- und Schuldenkrise uneingeschränkter Nachfrage erfreut. Das erwartete Volumen von Schuldscheindarlehen, das allein Industrieunternehmen im Jahr 2015 aufnehmen, wird auf zwischen 12 und 15 Milliarden Euro geschätzt.¹⁾ Der Getriebehersteller ZF Friedrichshafen sammelte unter anderem zur Finanzierung der TRW Automotive-Übernahme Anfang 2015 über ein Schuldscheindarlehen die Rekordsumme von 2,2 Milliarden Euro ein.

Auch im Ausland beliebt

Industrieunternehmen, Banken und öffentliche Einrichtungen nutzen Schuldscheindarlehen sowie Namensschuldverschreibungen, um sich relativ kostengünstig – im Vergleich zum Bankkredit oder einer Anleihe – am Kapitalmarkt Fremdkapital zu beschaffen. Obwohl Schuldscheine und Namensschuldverschreibungen deutschem Recht unterliegen, sind sie auch bei Unternehmen, Gebietskörperschaften und öffentlichen Einrichtungen im Ausland beliebt, soweit sie Zugang zu deutschen institutionellen Investoren haben. Die derzeit niedrigen Zinsen von deutschen Staatsanleihen machen Banken und Unternehmenskredite in Form von Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen gerade für Versicherungen auch nach der Ära fest zugesagter Garantiezinsen attraktiv.

Ein Schuldscheindarlehen ist in der Regel ein bilateraler Vertrag zwischen Schuldner und Darlehensgeber. Der Vertrag unterliegt deutschem Recht. Der Schuldner stellt dem Darlehensgeber bei Valuta einen Schuldschein aus, mit dem er den Erhalt des Darlehens bestätigt und so dem Darlehensgeber bei Bedarf den Nachweis erleichtert, dass zu seinen Gunsten ein Rückzahlungs-

anspruch des Darlehens besteht. Im Gegensatz dazu ist eine Namensschuldverschreibung ein Wertpapier, das der Schuldner in Form einer Urkunde zugunsten des namentlich bestimmten Inhabers ausstellt. Den verbrieften Anspruch auf Zins- und Rückzahlung sowie die Urkunde erhält der Gläubiger gegen Zahlung eines Kaufpreises. Bei Schuldscheindarlehen besteht grundsätzlich ein gesetzliches Kündigungsrecht des Darlehensnehmers nach zehn Jahren;²⁾ bei längeren fest vereinbarten Laufzeiten hat die Marktpraxis daher die Verwendung von Namensschuldverschreibungen eingebürgert.

Anders als sonst bei Bankkrediten üblich, ist die Dokumentation sowohl bei Schuldscheindarlehen als auch bei Namensschuldverschreibungen in der Regel vergleichsweise schlank und einfach strukturiert – eines der Hauptargumente für Unternehmen bei der Wahl eines Schuldscheindarlehens innerhalb ihres Finanzierungsmix.³⁾ Je nach Typ, Bonität und Herkunft des Schuldners können die Bedingungen des Darlehens-

beziehungsweise der Namensschuldverschreibung aber auch ausführlichere Regelungen, wie Negativverpflichtung, besondere Kündigungsgründe, Steuerklauseln, Gewährleistungen und Zusicherungen enthalten. Im Fall von Sicherheiten (Bürgschaften oder Garantien) oder gedeckten Namensschuldverschreibungen (zum Beispiel Namenspfandbriefe), bei denen bestimmte Vermögenswerte wie Kommunaldarlehen oder Hypothekendarlehen als Sicherheit dienen, kann die Dokumentation im Einzelfall umfangreich ausfallen.

Typischerweise keine Prospektpflicht

Im Unterschied zu einer (öffentlich angebotenen) Unternehmensanleihe besteht typischerweise keine (gesetzliche) Pflicht, einen Prospekt zu erstellen oder sonstigen Publizitätspflichten nachzukommen (wie häufig im Rahmen von börsennotierten Anleihen). Um Gelder über Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen aufzunehmen, kann andererseits eine Bankerlaubnis erforderlich sein, soweit es sich im Einzelfall um ein in Deutschland erlaubnispflichtiges „Einlagengeschäft“ nach § 1(1) S. 2 Nr. 1 Kreditwesengesetz handelt. Unternehmen, die über keine entsprechende Lizenz verfügen, prüfen daher zuvor aufsichtsrechtlich die Struktur der jeweiligen Geldaufnahme.⁴⁾

Investoren in Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen sind vor allem institutionelle Investoren, wie Banken (Privatbanken und Sparkassen), Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungseinrichtungen sowie Geldmarkt- und Wertpapierfonds. Für sie ist unter anderem eine mögliche Bilanzierung zum Nennwert (im Gegensatz zum bei volatilen Märkten schwankenden Marktwert) von Bedeutung. Aufsichtsrechtliche Bestimmungen regulieren zudem Versicherungen in Bezug auf

Dr. Sebastian Wulff, Partner, Debt Capital Markets, Noerr LLP, Frankfurt am Main

Nicht nur in Deutschland sind Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen beliebt, sondern auch im Ausland. Gleichwohl vermisst der Autor bisher ein europäisches Instrument beziehungsweise europaweite Standards für Privatplatzierungen und erläutert verschiedene Initiativen, die diesen Mangel beheben wollen. Sein Tenor: Ein einheitlicher Ansatz zur Harmonisierung der Dokumentation von Privatplatzierungen in Europa sollte verstärkt im Auge haben, welche Bestandteile einer Transaktion wirklich „gemeinsame Nenner“ darstellen und damit tatsächlich einer Standardisierung offenstehen. (Red.)

ihre Investitionen: Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen sind für sie grundsätzlich für das sogenannte „gebundene Vermögen“ nach den derzeit geltenden Anlagegrundsätzen⁵⁾ als Darlehen beziehungsweise Forderungen erwerbbar und unterliegen je nach Art des Schuldners (etwa Bank, Industrieunternehmen oder Gebietskörperschaft) bestimmten Anforderungen.

Gläubiger können Schuldscheindarlehen beziehungsweise Namensschuldverschreibungen während der Laufzeit an Dritte übertragen. Bei Namensschuldverschreibungen geschieht dies durch einen Abtretungsvertrag mit dem neuen Gläubiger. Im Vertrag treffen sie zumeist eine ausdrückliche Regelung darüber, wem die bis zum Zeitpunkt der Abtretung unterjährig bereits aufgelaufenen (Stück-)Zinsen zustehen.⁶⁾ Die Abtretung kann ohne Zustimmung (wenn auch mit Kenntnis) des Emittenten erfolgen. Durch die Abtretung wird der neue Gläubiger auch Berechtigter in Bezug auf die Urkunde und er kann verlangen, dass der bisherige Gläubiger ihm diese übergibt. In der Praxis stellt der Emittent dem neuen Gläubiger oft eine neue Urkunde aus und/oder trägt ihn in ein für die Namensschuldverschreibung eingerichtetes Gläubigerregister ein. Die Abwicklung delegiert der Emittent häufig an eine Zahl- und Registerstelle.

Abtretung oder Vertragsübernahme

Schuldscheindarlehen können hingegen auf zwei Arten auf einen neuen Gläubiger übertragen werden – durch Abtretung oder durch Vertragsübernahme. Bezüglich der Abtretung gilt das oben zur Namensschuldverschreibung Gesagte entsprechend. Der bisherige Gläubiger bleibt allerdings weiterhin Partei des Darlehens; etwaige (Neben-)Pflichten bleiben in seiner Person bestehen. Etwa bei späteren Ziehungen weiterer Darlehensbeträge (sogenannte Multi-Tranches) oder Restrukturierungen des Schuldscheindarlehens kann dies zu Schwierigkeiten führen, da der neue wie auch der bisherige Gläubiger unter Umständen einzubeziehen wären und der Restrukturierung zustimmen müssen.

Bei einer Vertragsübernahme hingegen stimmt der Darlehensnehmer von vornherein der Übertragung der gesamten Vertragsposition auf den neuen Gläubiger zu.

So gehen nicht nur Rechte, sondern auch etwaige Pflichten auf den neuen Gläubiger über, während der bisherige Gläubiger vollständig aus dem Vertragsverhältnis entlassen wird.

Europäische Dokumentation für Private Placements und Schuldscheindarlehen

Wie beschrieben nehmen viele Banken, Unternehmen, Versorger und Gemeinden auch im europäischen Ausland seit vielen Jahren regelmäßig Schuldscheindarlehen auf. Obwohl das Schuldscheindarlehen insofern durchaus als „Exportschlager“ bezeichnet werden kann, ist es bisher nicht das oder ein europäisches Instrument für Privatplatzierungen. Im Gegenteil, ein gemeinsamer europäischer Markt für Dokumentationen von Privatplatzierungen besteht bis heute nicht.

Die London Market Association (LMA) sowie die von französischen Verbänden hervorgerufene Euro-Private-Placement-Initiative haben unlängst vertragliche Dokumentationsstandards entwickelt und veröffentlicht, um im Bereich der Privatplatzierungen von Fremdfinanzierungsinstrumenten europaweite Standards voranzubringen. Die International Capital Market Association (ICMA) fasst – ähnlich einer zentralen Koordinierungsstelle – mehrere dieser Initiativen und Verbände zusammen und hat hierfür die Pan-European Private Placement Working Group (PEPP WG) ins Leben gerufen.⁷⁾ Neben wichtigen Gemeinsamkeiten unterscheiden sich die vorgenannten Initiativen bezüglich ihrer Zielrichtung und Ausgestaltungen im Einzelnen.

ICMA & Pan-European Corporate Private Placement (PEPP)

Die ICMA als bedeutendste Organisation des internationalen Kapitalmarkts hat über die PEPP WG Standards und Best Practices für europaweite Privatplatzierungen proklamiert.⁸⁾ Mitglieder der PEPP WG setzen sich unter anderem aus institutionellen Investoren, internationalen Banken, Industrieverbänden und Beratern zusammen. Den von ihnen hervorgebrachten PEPP-Market-Guide hat die PEPP WG aus dem Euro PP⁹⁾ in Frankreich entwickelt,¹⁰⁾ um ihrerseits die Schaffung eines europäischen Standards voranzutreiben, den Marktzugang für mittlere Unternehmen zu fördern und die europäische Investorenba-

sis zu vergrößern.¹¹⁾ Die ICMA hat sich zudem zum Ziel gesetzt, einen Beitrag zur Entwicklung einer europäischen Kapitalmarktunion zu leisten.¹²⁾

Von vornherein fraglich erscheinen etwaigen Bestrebungen, eine Alternative privat platzierter Instrumente zum Schuldscheinmarkt in Deutschland zu entwickeln, zumindest soweit dies Versicherungen und Pensionskassen als größte Investorengruppe in Deutschland betrifft: So befasst sich der PEPP-Market-Guide ausdrücklich nur mit nicht besicherten Instrumenten, nicht gerateter Darlehensnehmer¹³⁾ – eine für Versicherungen und Pensionskassen schon unter aufsichtsrechtlichen Gesichtspunkten wesentliche, wenn nicht gar ausschließende Einschränkung.

Euro Private Placement (Euro PP) Working Group

Die Euro PP Working Group leitet die „französische“ Initiative. Sie besteht aus mehreren großen Unternehmen, Investoren und Schuldner sowie Vermittlern in Frankreich. Diese haben unter der Schirmherrschaft der Banque de France und der französischen Handels- und Industriekammer den „Euro PP Standard“ erstellt.¹⁴⁾ Ziel der Euro PP Working Group ist es ebenfalls, einen Maßstab für Privatplatzierungen sowohl in Frankreich als auch international zu setzen und den Markt dadurch weiter auszubauen.¹⁵⁾ Damit soll für mittelständische Unternehmen eine Alternative zum Schuldscheinmarkt, der für kleinere und mittlere Unternehmen nur bedingt zugänglich ist, geschaffen werden.¹⁶⁾

Über den proklamierten Anspruch hinaus, den regulatorischen Anforderungen der angesprochenen Investoren nachzukommen,¹⁷⁾ finden sich keine konkreten Hinweise, wie genau welche aufsichtsrechtlichen Investitionskriterien berücksichtigt worden sind. Immerhin hat die französische Autorité des marchés financiers (AMF) seit der ersten Euro-PP-Transaktion in Frankreich im September 2012¹⁸⁾ ihre Verwaltungspraxis zugunsten der Euro PP gelockert.¹⁹⁾

Die seitens der Euro PP Working Group erarbeitete und veröffentlichte Musterdokumentation (model documentation)²⁰⁾ besteht aus einem Muster-Darlehensvertrag und für privat platzierte Schuldverschrei-

bungen einem Muster-Übernahmevertrag einschließlich Schuldverschreibungsbedingungen.²¹⁾ Die Dokumentationen unterliegen französischem Recht; eine mögliche alternative Rechtswahl ist nicht vorgesehen, immerhin stellt zumindest der PEPP-Market-Guide pauschal klar, dass die Dokumentationen an andere Rechtsordnungen angepasst werden können.²²⁾

LMA Leitfaden für Schuldscheindarlehen und Muster-Dokumentation für Euro PP

Auch in dieser Muster-Dokumentation finden sich keine Angaben zur konkreten Umsetzung aufsichtsrechtlicher Investitionskriterien in den veröffentlichten Muster-Dokumenten. So beinhaltet die Dokumentation lediglich mögliche Bestandteile solcher Kriterien wie Negativklärung;²³⁾ möglicherweise aus Investorensicht erforderliche Financial Covenants beschränken sich namentlich auf selbiges Stichwort.²⁴⁾ Nach deutschem Versicherungsaufsichtsgesetz in Verbindung mit der Anlageverordnung²⁵⁾ sowie nach den Grundsätzen des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft²⁶⁾ würden vorstehende Kriterien allein aber ohnehin nicht ausreichen, um das Risiko eines nicht gerateten Unternehmens als Darlehensnehmer zu erfüllen. Ob die Muster-Dokumentation der

Euro PP unter diesen Umständen möglicherweise zu einer Alternative zum Schuldscheindarlehen avancieren kann, erscheint vor diesem Hintergrund fraglich.

Die London Market Association (LMA) stellte im Februar 2014 ihren „Leitfaden“ für Schuldscheindarlehen vor.²⁷⁾ Der Leitfaden richtet sich an Marktteilnehmer, die mit dem Produkt Schuldscheindarlehen weniger vertraut sind und die in einer Übersicht erfahren „was Schuldscheindarlehen sind und wie sie funktionieren“.²⁸⁾ Es war die Idee der LMA, das Finanzprodukt „Schuldscheindarlehen“ aufzuwerten und zu internationalisieren.²⁹⁾ Naturgemäß behandelt der relativ kurze Leitfaden nicht alle wichtigen Rechtsfragen umfassend, spricht aber einige wichtige von ihnen an.³⁰⁾

Zudem veröffentlichte die LMA im Januar 2015 (weitere) Muster-Dokumentationen für paneuropäische Privatplatzierungen.³¹⁾ Die vorgeschlagenen Standards unterscheiden zwischen einer Darlehensdokumentation (PEPP Facility Agreement) und Anleihen (PEPP Subscription Agreement) und umfassen einen Benutzerleitfaden (User Guide). Die Muster-Dokumentation unterliegt englischem Recht. Der vorstehende erwähnte Leitfaden zu Schuldscheindarlehen findet keine Erwähnung; das Verhältnis der beiden Initiativen der LMA zueinander bleibt damit unklar.

Gemeinsame Nenner suchen

Die unterschiedlichen Initiativen, einen internationalen Dokumentationsstandard vorzustellen und mittelfristig zu etablieren, erscheinen schon angesichts der Vielzahl der Ansätze und Dokumentationsvorschläge als ein eher vielseitiges Gesamtbild. Dabei enthalten die verschiedenen Leitfäden und Dokumentationsvorschläge viele gute Ansätze und Ideen in Bezug auf einzelne Bestimmungen (zum Beispiel einzelne Zusicherungen des Darlehensnehmers) und transaktionsspezifische Themen (zum Beispiel Sicherstellen von Vertraulichkeit während der Vermarktungsphase), die einer europäischen Harmonisierung zugänglich sind.

Eine Vielzahl von Themen lässt sich hingegen nicht a priori harmonisieren oder gar vereinheitlichen, sondern wird immer den jeweiligen Besonderheiten der einzelnen Transaktion vorbehalten bleiben. Hierzu

gehören etwa die in erster Linie lokal geprägte aufsichtsrechtliche und steuerrechtliche Behandlung der Transaktion und ihrer Beteiligten.

Financial Covenants folgen hingegen teilweise grenzüberschreitenden, sich weiterentwickelnden Marktstandards. Sie sind daher grundsätzlich für eine harmonisierte Dokumentation geeignet. Andererseits sind gerade Financial Covenants wegen ihrer Bedeutung für die wirtschaftliche Stabilität des Darlehensnehmers aus Investorensicht, beziehungsweise den Handlungsspielraum des Darlehensnehmers sowie für das strukturelle Rangverhältnis zu seinen unter Umständen anderen (bestehenden) Fremdfinanzierungen typischerweise Gegenstand detaillierter Verhandlungen unter den Transaktionsparteien und insoweit gerade nicht sinnvoller Gegenstand von Standardisierungen.

Ein einheitlicher Ansatz zur Harmonisierung der Dokumentation von Privatplatzierungen in Europa sollte verstärkt im Bewusstsein erfolgen, welche Bestandteile der Transaktionen „gemeinsame Nenner“ darstellen und tatsächlich einer Standardisierung offenstehen.

Der Autor bedankt sich bei Rechtsreferendarin Hannah Dreker für die Unterstützung bei der Entstehung dieses Beitrags.

Fußnoten

- 1) Finance Research und IKB Deutsche Industriebank AG, Der Schuldschein im Aufwind – Die Einschätzungen von Emittenten und Investoren (Februar 2015), S. 42.
- 2) Vgl. § 489 Abs. (1) Nr. 2 Bürgerliches Gesetzbuch.
- 3) Finance Research und IKB Deutsche Industriebank AG, Der Schuldschein im Aufwind – Die Einschätzungen von Emittenten und Investoren (Februar 2015), S. 9.
- 4) Vgl. auch BaFin-Merkblatt – Hinweise zum Tatbestand des Einlagengeschäfts, Stand März 2014.
- 5) Gemäß § 54 Versicherungsaufsichtsgesetz in Verbindung mit der Anlageverordnung vom 20. Dezember 2011, zuletzt geändert durch Art. 1 der Verordnung vom 3. März 2015 (BGBl. I S. 188).
- 6) „Dirty-Price“; ohne eine ausdrückliche Regelung würde die Forderung nach § 398 BGB einschließlich des Anspruchs auf (bisher) aufgelaufene Zinsen dem neuen Gläubiger zustehen.
- 7) Pan-European Corporate Private Placement Market Guide, Februar 2015 – Website: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/private-placements/the-pan-european-corporate-private-placement-market-guide/>
- 8) Pan-European Corporate Private Placement Market Guide, a.a.O.
- 9) Siehe hierzu unten.
- 10) Pan-European Corporate Private Placement Market Guide, a.a.O., S. 4; der PEPP-Market-Guide

Ihre Ansprechpartner im Verlag:

Telefon (0 69) 97 08 33

Zeitschriftenvertrieb

Karin Matkovics -25

Anzeigenabteilung

Alexander Schumacher -26

Redaktionssekretariat

Anja Oehrl -38

Kongressabteilung

Sandra Gajewski -20

Buchvertrieb

Brigitte Wöllner -21

Telefax (0 69) 7 07 84 00

E-Mail info@kreditwesen.de

[Fritz Knapp Verlag](#)

nimmt die Muster-Dokumentationen der Euro PP und der LMA auch ausdrücklich Bezug (siehe hierzu unten)

- 11) Pressemitteilung der ICMA vom 11. Februar 2015. – Website: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/private-placements/press-releases/>
- 12) PEPP-Market-Guide, a.a.O., S. 5, Grünbuch der EU-Kommission vom 18. Februar 2015 zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, COM(2015) 63 (final), Website: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>; „Die Kommission hat sich daher verpflichtet, bis 2019 die Grundsteine für eine gut regulierte und integrierte Kapitalmarktunion zu legen, die alle Mitgliedstaaten umfasst und gewährleistet, dass ein breites Spektrum an Unternehmen größtmöglichen Nutzen aus den Kapitalmärkten und den nicht im Bankengeschäft tätigen Finanzinstituten zieht.“
- 13) PEPP-Market-Guide, a.a.O., S. 7.
- 14) Association française des marchés financiers („Amafi“), Financial Newsletter, No. 23 Oct. 2014, S. 3; Pressemitteilung der Euro PP vom 8.1.2015, (http://www.euro-privateplacement.com/CP_EuroPP_08012015_VA.pdf).
- 15) Amafi Financial Newsletter, No. 23 Oct. 2014, S. 3.
- 16) Darlehensnehmer von Schuldscheindarlehen sind vor allem Banken, große Unternehmen, Gebietskörperschaften und Versorgungsunternehmen.
- 17) Amafi Financial Newsletter, No. 23 Oct. 2014, S. 2.
- 18) 145 Millionen Euro; 3,38 Prozent Unternehmensanleihe der Bonduelle Gruppe (französischer Lebensmittelhersteller)
- 19) Amafi Financial Newsletter, No. 23 Oct. 2014, S. 2.
- 20) Siehe Website der Euro PP: <http://www.euro-privateplacement.com/>
- 21) Die Dokumentation ist jeweils in englischer, französischer und italienischer Sprache veröffentlicht.
- 22) PEPP-Market-Guide, a.a.O., S. 9: „... governed by French law but may be adapted to any other legal system ...“
- 23) Siehe Website der Euro PP, a.a.O. – Muster-Loan Agreement, § 15.3.7.
- 24) Siehe Website der Euro PP, a.a.O. – Muster-Loan Agreement, § 15.2.
- 25) Siehe Versicherungsaufsichtsgesetz in Verbindung mit der Anlageverordnung vom 20. Dezember 2011, a.a.O. (Fußnote 5).
- 26) Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Grundsätze für die Vergabe von Unternehmenskrediten durch Versicherungsgesellschaften, 5. überarbeitete Auflage, Juni 2013.
- 27) Siehe Website: http://www.lma.eu.com/press_releases_details.aspx?CID=1935.
- 28) Siehe Website: http://www.lma.eu.com/lma_guides.aspx.
- 29) Siehe Leitfaden, S. 4.
- 30) Vor allem befasst sich der Leitfaden mit der vertraglichen Ausgestaltung einiger typischer Bestimmungen. Herausgestellt sei das fast humoristisch anmutende Argument für die Selbstverständlichkeit, beim auf Schuldscheindarlehen anwendbarem deutschen Recht auch einen internationalen deutschen Gerichtsstand zu wählen (siehe Leitfaden, S. 31): „In Bezug auf diese [deutschen Rechts-]Fragen dürften Gerichte in Deutschland über eine höhere Expertise verfügen.“
- 31) Siehe PEPP User Guide, PEPP Facility Agreement und PEPP Subscription Agreement; Website: <http://www.lma.eu.com/documents.aspx?c=158>.

Schriftenreihe des zeb

Die Schriftenreihe des zeb greift aktuelle Probleme des Bankmanagements auf und informiert kompetent über den neuesten Stand sowie die Entwicklungstendenzen in Wissenschaft und Praxis.

Alexander Hick
Der Einfluss von Fondsrankings und -ratings auf das Mittelaufkommen von Aktienfonds – Eine empirische Analyse für den deutschen Markt
 Schriftenreihe des zeb Band 65
 2014. 352 Seiten, geb., 74,00 Euro.
 ISBN 978-3-8314-0859-7.

Nach welchen Kriterien treffen Anleger ihre Entscheidung für die Investition in einen Fonds? Welchen Einfluss haben dabei die unterschiedlichen Fondsrankings und Ratingurteile? Und welche weiteren messbaren Faktoren spielen eine Rolle für das Mittelaufkommen? Diesen Fragen geht Alexander Hick in seiner empirischen Untersuchung des tatsächlichen Dispositionsverhaltens deutscher Investoren nach.



Nico Peters
Bankbeziehungen mittelständischer Unternehmen – Bestimmungsfaktoren und Wirkungszusammenhänge im Entscheidungsverhalten gewerblicher Bankkunden
 Schriftenreihe des zeb Band 66
 2014. 288 Seiten, geb., 68,00 Euro.
 ISBN 978-3-8314-0860-3.

Welche Faktoren beeinflussen die Entscheidungen eines mittelständischen Unternehmens bei der Wahl von Bankdienstleistungen? Welche Wirkungszusammenhänge bestehen zwischen den einzelnen Faktoren? Nico Peters Untersuchung zur Kunde-Bank-Beziehung bietet Kreditinstituten Gestaltungsoptionen und konkrete Ansatzpunkte für die Optimierung ihrer Kundenbindung im gewerblichen Bereich und liefert wertvolle Anregungen für das Bankmanagement.



Fritz Knapp Verlag | 60046 Frankfurt am Main

Postfach 11 11 51 | Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00
 E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de | www.kreditwesen.de

NEW GENERATION – Die 111 besten deutschen Jungwinzer

präsentiert von **STUART PIGOTT**



WEINGUT HORST SAUER

Wenn der Vater ein genialer Selbstdarsteller ist, dann ist es am besten, ihm die Mitte der Bühne zu überlassen. Diese Erkenntnis scheint einer der Schlüssel zu Sandra Sauers (Jahrgang 1977) Glück als Jungwinzerin zu sein. Horst Sauer in guter Form ist einer der charismatischsten Winzer der Welt, und seine Show gehört zur Gutstradition. Doch leicht werden daraus falsche Schlüsse gezogen, und Sandras Rolle wird missverstanden oder gar übersehen. Denn auch sie ist eine unverwechselbare Persönlichkeit, bestimmt in ihren Ansichten, aber auch mit einer

nachdenklichen Seite. So hat sie in den letzten Jahren manche Kernpunkte des Weinstils neu überdacht. Was sich zum Beispiel darin niederschlägt, dass hier der Klimaerwärmung und den damit steigenden Alkoholwerten im Wein zum Trotz verstärkt an der Erzeugung leichter trockener Weißweine mit weniger als 12 Prozent Alkoholgehalt gearbeitet wird. In den Jahren mit warmen Sommern wie 2011 und 2012 wurde ein Teil der Silvaner-Trauben deutlich früher als sonst gelesen, um diese Alkoholgrenze nicht zu übersteigen. Mit ihren grünlichen Noten stellen die Weine für Franken einen neuen Stil dar. Und so wurde im Hause Sauer wieder eine überraschende Seite des fränkischen Weißweins geschaffen.

Horst Sauer hat eine ganze Generation junger Winzer in Franken beeinflusst. Im Steilhang der Toplagen Escherndorfer Lump und Fürstenberg mit fränkischem Muschelkalk und Keuper gedeihen Trauben, die unter seiner Obhut zu ausdrucksvollen, national wie international geschätzten Weinen werden. Ein schönes, wenn auch kein leichtes Erbe, das Sandra Sauer in einigen Jahren antreten wird, wenn sie das Weingut übernimmt, um es im Sinne des Vaters weiterzuführen und zu entwickeln.

Die junge Winzerin ist für diese Aufgabe bestens vorbereitet. Nach der Winzerlehre im Weingut Schmitt's Kinder in Randersacker studierte sie an der Forschungsanstalt Geisenheim im Rheingau und absolvierte ein Praxissemester im australischen Weinbau. Und Fränkische Weinkönigin war sie auch schon. Seit 2005 ist Sandra Sauer im elterlichen Weingut gemeinsam mit ihrem Vater für die Vinifikation und den Ausbau der

Weine verantwortlich, bei den Großen Gewächsen, beim Weißburgunder und den Rotweinen hat sie schon allein das Sagen. Zudem ist sie mit der Vermarktung und Präsentation der Weine befasst. Viel zu tun also für die Mutter von zwei kleinen Kindern, doch wenn es ihre Zeit zulässt, legt sie auch gern im Weinberg mit Hand an.

Besonders mag sie die trockene Spätlese vom Weißburgunder aus dem Jahr 2011. Die Trauben kommen aus dem Escherndorfer Fürstenberg und der Steillage Escherndorfer Lump. Vierzig Prozent werden im Barrique, der Rest im Edelstahltank vergoren. Eine dezente Vanille-Holznote, die jedoch die fruchtigen Aromen von Quitte, Birne und grünen Äpfeln nicht übertönt, zeichnet diesen Wein aus. Und seine enorme Länge.



FRANKEN

2011 Weißburgunder Spätlese trocken

Weintipp aus
der Zeitschrift:

FINE
Das Weinmagazin –
Special No.2

Hrsg. Ralf Frenzel
Tre Torri Verlag



B

Börsen

Start Nasdaq Futures

Nasdaq hat seine in den USA ansässige Plattform Nasdaq Futures, Inc. (NFX) gestartet. Zunächst werden darauf Futures und Optionen auf Öl, Gas und Strom gehandelt. Alle Produkte werden über The Options Clearing Corporation (OCC) gecleart. Mitte Juli dieses Jahres hatte die Nasdaq Futures 16 Future Commission Merchants (FCMs) als neue Mitglieder aufgenommen. Das sind unter anderem die ABN Amro Gruppe, ADM Investor Services, Advantage Futures, Citigroup Global Markets, ED & F Man Capital Markets, Goldman Sachs, INTL FC Stone, J.P. Morgan, Merrill Lynch, Mizuho Securities USA, Phillip Capital, Rosenthal Collins Group, Société Générale und Wedbush Futures.

Deutsche Börse: eigene Aktien

Die Deutsche Börse AG hat zur anteiligen Finanzierung der Übernahme der Devisenhandelsplattform 360T 2,48 Millionen eigene Aktien platziert und dabei 200 Millionen Euro erlöst. Die Platzierung erfolgte im Rahmen eines beschleunigten Bookbuildings ausschließlich an institutionelle Anleger. Das Settlement ist für den 8. September 2015 vorgesehen. Nach der Platzierung beträgt die Zahl der ausstehenden Aktien der Gesellschaft 186,72 Millionen.

Tradegate und Ullink

Die Privatanleger-Börse Tradegate Exchange und Ullink, ein Anbieter elektronischer Handels- und Anbindungslösungen für die Finanzindustrie, werden künftig kooperieren. Dadurch erhalten alle Teilnehmer in der globalen Nyfix-Community der Ullink Zugang zu Dienstleistungen und Liquidität der Tradegate Exchange.

An der Tradegate Exchange sind etwa 3800 deutsche und internationale Aktien handelbar. Nyfix bildet eine große Handels-Community. Es unterstützt den Han-

del in allen Wertpapier-Klassen über das Fix-Protokoll. Rund 1000 Broker sowie wichtige Handelsplätze sind daran angeschlossen.

HSBC France: Eurex OTC Clear

Das Clearinghaus Eurex Clearing hat HSBC France als neuen Nutzer von Eurex OTC Clear für Zinsswaps (Interest Rate Swaps, IRS) gewonnen. Das Unternehmen wurde als direkter Clearing-Teilnehmer angebunden. Die in Paris ansässige HSBC France gehört zur HSBC Gruppe, eine der größten Banken der Welt. Gegenwärtig sind etwa 50 Clearing-Teilnehmer und mehr als 80 Buy-Side-Unternehmen an den OTC-Service von Eurex Clearing angebunden.

Euronext: Israelische Händler

Euronext hat von der israelischen Aufsichtsbehörde Israeli Securities Authority (ISA) die Erlaubnis erhalten, qualifizierten Handelsunternehmen mit Sitz in Israel direkten Zugang zu seinem Kassamarkt sowie zum Derivatemarkt zu gewähren. Gemäß der Vereinbarung dürfen diese Firmen auf den regulierten Märkten, die von der Euronext betrieben werden, handeln.

Wiener Börse: Bundesanleihen

Die Wiener Börse erweitert den Handel mit Anleihen: Seit Anfang September wird der fortlaufende elektronische Handel auf alle 21 österreichischen Bundesanleihen mit fixer Verzinsung und eine variabel verzinsten Anleihe der Republik Österreich ausgeweitet. Die Bundesanleihen waren bisher lediglich in einer einmaligen untertägigen Auktion handelbar. Handelsmitglieder und

Investoren an der Wiener Börse sollen dadurch künftig von einem transparenteren und liquideren Handel in österreichischen Bundesanleihen profitieren. Die Börse versucht damit, den Handel mit Bundesanleihen stärker auf ihre regulierte Plattform zu ziehen.

Aktuell wird der fortlaufende Handel für 22 ausgewählte Anleihen der Republik Österreich mit einem gesamt ausstehenden Volumen von 189,6 Milliarden EUR angeboten. Die angebotenen Bundesanleihen weisen eine Restlaufzeit zwischen einem und 46 Jahren auf.

Regis-TR: Registered Reporting Mechanism

Die EU-Agentur für die Zusammenarbeit der Energieregulierungsbehörden (Acer) hat den Status von Regis-TR als Registered Reporting Mechanism (RRM) für die Meldung von Transaktionen am Energiegroßhandelsmarkt bestätigt. Hierunter fallen auch Transaktionsaufträge, um bei den Überwachungsmaßnahmen gemäß der EU-Verordnung über die Integrität und die Transparenz des Energiegroßhandelsmarktes (Remit) Koordinierung und Konsistenz zu gewährleisten.

Ab dem 7. Oktober 2015 wird Regis-TR Marktteilnehmer und Dritte in der ersten Phase der Remit-Umsetzung bei der Meldung von standardisierten Produkten unterstützen. Die Meldung nicht-standardisierter Produkte soll in der zweiten Phase ab dem 7. April 2016 möglich sein.

Deutsche Börse Venture Network

Deutsche Börse Venture Network, das Programm zur Finanzierung von jungen Wachstumsunternehmen, hat nach Unternehmensangaben seit dem Start im Juni 13 neue Unternehmen auf seiner Plattform hinzugewonnen. Zudem haben sich 22 weitere Investoren registriert. Damit sind im September 40 Wachstumsunternehmen und 64 Investoren auf der Plattform aktiv. Zu Beginn waren es 27 Unternehmen und 42 Investoren.



Zentralbanken

Konsolidierter Wochenausweis des Eurosystems

(in Millionen Euro)

In der Woche zum 7. August 2015 blieb die Position **Gold und Goldforderungen** (Aktiva 1) unverändert. Die Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (Aktiva 2 und 3 abzüglich Passiva 7, 8 und 9) erhöhte sich aufgrund von Kunden- und Portfoliotransaktionen sowie von Liquiditätszuführenden Geschäften in US-Dollar (siehe Tabelle 2) um 0,9 Milliarden € auf 262,8 Milliarden €. Die Bestände des Eurosystems an marktfähigen **Sonstigen Wertpapieren** (das heißt an Wertpapieren, die nicht für geldpolitische Zwecke gehalten werden) (Aktiva 7.2) verringerten sich um 1,7 Milliarden € auf 358,3 Milliarden €. Der **Banknotenumlauf** (Passiva 1) erhöhte sich um 2,4 Milliarden € auf 1 059,4 Milliarden €. Die **Einlagen von öffentlichen Haushalten** (Passiva 5.1) gingen um 36,8 Milliarden € auf 39,1 Milliarden € zurück.

Die Nettoforderungen des Eurosystems an Kreditinstitute (Aktiva 5 abzüglich Passiva 2.2, 2.3, 2.4, 2.5 und 4) sanken um 9,6 Milliarden € auf 396,9 Milliarden €. Am 5. August 2015 wurde ein **Hauptrefinanzierungsgeschäft** (Aktiva 5.1) in Höhe von 80 Milliarden € fällig und ein neues Geschäft in Höhe von 71 Milliarden € mit einer Laufzeit von sieben Tagen wurde abgewickelt. Die Inanspruchnahme der **Spitzenrefinanzierungsfazilität** (Aktiva 5.5) betrug 0,2 Milliarden € (gegenüber 0,1 Milliarden € in der Vorwoche). Die Inanspruchnahme der **Einlagefazilität** (Passiva 2.2) belief sich auf 137,7 Milliarden € (gegenüber 137 Milliarden € in der Vorwoche). Die Bestände des Eurosystems an **Wertpapieren für geldpolitische Zwecke** (Aktiva 7.1) stiegen um 12,6 Milliarden € auf 540,9 Milliarden €. In Tabelle 1a werden diese Bestände nach einzelnen Portfolios detailliert aufgeschlüsselt. Alle Portfolios werden in den Büchern zu fortgeführten Anschaffungskosten ausgewiesen.

Im Ergebnis aller Transaktionen erhöhten sich die **Einlagen der Kreditinstitute auf Girokonten** beim Eurosystem (Passiva 2.1) um 31,5 Milliarden € auf 443,9 Milliarden €.

In der Woche zum 14. August 2015 blieb die Position **Gold und Goldforderungen** (Aktiva 1) unverändert. Die Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (Aktiva

Aktiva	7.8.2015	14.8.2015	21.8.2015	28.8.2015
1 Gold und Goldforderungen	364 458	364 458	364 458	364 458
2 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	290 330	290 230	292 265	289 517
2.1 Forderungen an den IWF	79 132	79 134	79 207	79 206
2.2 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	211 198	211 096	213 058	210 311
3 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	39 896	39 134	36 908	40 977
4 Forderungen in € an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	19 962	19 695	19 436	19 334
4.1 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite	19 962	19 695	19 436	19 334
4.2 Forderungen aus Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0	0	0
5 Forderungen in € aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	534 736	534 015	533 190	528 468
5.1 Hauptrefinanzierungsgeschäfte	71 007	69 674	69 563	70 080
5.2 Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	463 525	463 525	463 525	456 227
5.3 Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
5.4 Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
5.5 Spitzenrefinanzierungsfazilität	204	816	101	2 161
5.6 Forderungen aus Margenausgleich	0	0	0	0
6 Sonstige Forderungen in € an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	137 738	133 350	129 959	131 821
7 Wertpapiere in € von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	899 191	911 888	919 015	931 683
7.1 Für geldpolitische Zwecke gehaltene Wertpapiere	540 894	552 817	560 849	572 456
7.2 Sonstige Wertpapiere	358 297	359 071	358 166	359 227
8 Forderungen in € an öffentliche Haushalte	25 173	25 177	25 177	25 177
9 Sonstige Aktiva	225 150	224 000	228 847	227 346
Aktiva insgesamt	2 536 634	2 541 947	2 549 254	2 558 780
Passiva	7.8.2015	14.8.2015	21.8.2015	28.8.2015
1 Banknotenumlauf	1 059 374	1 058 848	1 054 526	1 053 233
2 Verbindlichkeiten in € aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	581 766	578 332	597 880	593 023
2.1 Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	443 901	423 963	428 592	438 505
2.2 Einlagefazilität	137 725	154 226	169 139	154 386
2.3 Termineinlagen	0	0	0	0
2.4 Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
2.5 Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	140	142	149	132
3 Sonstige Verbindlichkeiten in € gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	5 223	5 482	5 189	4 774
4 Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0	0	0	0
5 Verbindlichkeiten in € gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	105 675	121 915	116 942	132 228
5.1 Einlagen von öffentlichen Haushalten	39 079	52 775	50 147	66 977
5.2 Sonstige Verbindlichkeiten	66 596	69 139	66 795	65 250
6 Verbindlichkeiten in € gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	41 402	40 751	34 961	33 933
7 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	2 692	2 392	2 353	2 357
8 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	5 283	5 177	4 548	4 550
8.1 Einlagen, Guthaben, sonstige Verbindlichkeiten	5 283	5 177	4 548	4 550
8.2 Verbindlichkeiten aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0	0	0
9 Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	59 456	59 456	59 456	59 456
10 Sonstige Passiva	209 946	203 777	207 583	210 604
11 Ausgleichsposten aus Neubewertung	367 423	367 423	367 423	367 423
12 Kapital und Rücklagen	98 393	98 394	98 394	97 200
Passiva insgesamt	2 536 634	2 541 947	2 549 254	2 558 780

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

Tabelle 1a

Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	Ausgewiesener Wert zum 7. August 2015	Veränderungen zum 31. Juli		Ausgewiesener Wert zum 14. August 2015	Veränderungen zum 7. August	
		Käufe	Tilgungen		Käufe	Tilgungen
1. Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	22,5 Mrd. €	-	-	22,5 Mrd. €	-	-
2. Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	10,8 Mrd. €	-	-	10,8 Mrd. €	-	-
3. Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	106,6 Mrd. €	+ 2,6 Mrd. €	-	108,1 Mrd. €	+ 1,4 Mrd. €	-
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities	10,6 Mrd. €	+ 0,9 Mrd. €	-	11,0 Mrd. €	+ 0,3 Mrd. €	-
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors	259,7 Mrd. €	+ 10,8 Mrd. €	-	269,9 Mrd. €	+ 10,2 Mrd. €	-
Programm für die Wertpapiermärkte	130,6 Mrd. €	-	- 1,7 Mrd. €	130,6 Mrd. €	-	-

Tabelle 1b

Wertpapiere für geldpolitische Zwecke	Ausgewiesener Wert zum 21. August 2015	Veränderungen zum 14. August		Ausgewiesener Wert zum 28. August 2015	Veränderungen zum 21. August	
		Käufe	Tilgungen		Käufe	Tilgungen
1. Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	22,5 Mrd. €	-	-	22,5 Mrd. €	-	-
2. Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	10,6 Mrd. €	-	- 0,2 Mrd. €	10,6 Mrd. €	-	-
3. Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen	109,2 Mrd. €	+ 1,3 Mrd. €	- 0,2 Mrd. €	111,1 Mrd. €	+ 1,9 Mrd. €	-
Programm zum Ankauf von Asset-Backed Securities	11,2 Mrd. €	+ 0,3 Mrd. €	-	11,1 Mrd. €	-	- 0,1 Mrd. €
Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors	279,8 Mrd. €	+ 9,9 Mrd. €	-	289,5 Mrd. €	+ 9,8 Mrd. €	-
Programm für die Wertpapiermärkte	127,6 Mrd. €	-	- 3,0 Mrd. €	127,6 Mrd. €	-	-

2 und 3 abzüglich Passiva 7, 8 und 9) verringerte sich aufgrund von Kunden- und Portfoliotransaktionen sowie von Liquiditätszuführenden Geschäften in US-Dollar (siehe Tabelle 2) um 0,5 Milliarden € auf 262,3 Milliarden €. Die Bestände des Eurosystems an marktfähigen **Sonstigen Wertpapieren** (das heißt an Wertpapieren, die nicht für geldpolitische Zwecke gehalten werden) (Aktiva 7.2) nahmen um 0,8 Milliarden € auf 359,1 Milliarden € zu. Der **Banknotenumlauf** (Passiva 1) ging um 0,5 Milliarden € auf 1 058,8 Milliarden € zurück. Die **Einlagen von öffentlichen Haushalten** (Passiva 5.1) erhöhten sich um 13,7 Milliarden € auf 52,8 Milliarden €.

Die Nettoforderungen des Eurosystems an Kreditinstitute (Aktiva 5 abzüglich Passiva 2.2, 2.3, 2.4, 2.5 und 4) sanken um 17,2 Milliarden € auf 379,6 Milliarden €. Am 12. August 2015 wurde ein **Hauptrefinanzierungsgeschäft** (Aktiva 5.1) in Höhe von 71 Milliarden € fällig und ein neues Geschäft in Höhe von 69,7 Milliarden € mit einer Laufzeit von sieben Tagen wurde abgewickelt. Die Inanspruchnahme der **Spitzenrefinanzierungsfazilität** (Aktiva 5.5) betrug 0,8 Milliarden € (gegenüber 0,2

Milliarden € in der Vorwoche). Die Inanspruchnahme der **Einlagefazilität** (Passiva 2.2) belief sich auf 154,2 Milliarden € (gegenüber 137,7 Milliarden € in der Vorwoche). Die Bestände des Eurosystems an **Wertpapieren für geldpolitische Zwecke** (Aktiva 7.1) stiegen um 11,9 Milliarden € auf 552,8 Milliarden €. In Tabelle 1a werden diese Bestände nach einzelnen Portfolios detailliert aufgeschlüsselt. Alle Portfolios werden in den Büchern zu fortgeführten Anschaffungskosten ausgewiesen.

Im Ergebnis aller Transaktionen verringerten sich die **Einlagen** der Kreditinstitute

auf **Girokonten** beim Eurosystem (Passiva 2.1) um 19,9 Milliarden € auf 424 Milliarden €.

In der Woche zum 21. August 2015 blieb die Position **Gold und Goldforderungen** unverändert. Die Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung erhöhte sich aufgrund von Kunden- und Portfoliotransaktionen sowie von Liquiditätszuführenden Geschäften in US-Dollar (siehe Tabelle 2) um 0,5 Milliarden € auf 262,8 Milliarden €. Die Bestände des Eurosystems an marktfähigen **Sonstigen Wertpapieren** (das heißt an Wertpapieren, die nicht für geldpolitische Zwecke gehalten werden)

Tabelle 2: Liquiditätszuführende Geschäfte in US-Dollar

Valutatag	Art der Transaktion	Fällig werdender Betrag	Neuer Betrag
6. August 2015	Befristete Transaktion zur Bereitstellung von Liquidität in US-Dollar mit einer Laufzeit von 7 Tagen	308 Mill. USD	228 Mill. USD
13. August 2015	Befristete Transaktion zur Bereitstellung von Liquidität in US-Dollar mit einer Laufzeit von 7 Tagen	228 Mill. USD	132 Mill. USD
20. August 2015	Befristete Transaktion zur Bereitstellung von Liquidität in US-Dollar mit einer Laufzeit von 7 Tagen	132 Mill. USD	132 Mill. USD
27. August 2015	Befristete Transaktion zur Bereitstellung von Liquidität in US-Dollar mit einer Laufzeit von 7 Tagen	132 Mill. USD	135 Mill. USD
Die Liquiditätszuführenden Transaktionen wurden vom Eurosystem im Zusammenhang mit der unbefristeten Swap-Vereinbarung zwischen der Europäischen Zentralbank und dem Federal Reserve System durchgeführt.			

verringerten sich um 0,9 Milliarden € auf 358,2 Milliarden €. Der **Banknotenumlauf** ging um 4,3 Milliarden € auf 1 054,5 Milliarden € zurück. Die **Einlagen von öffentlichen Haushalten** sanken um 2,6 Milliarden € auf 50,1 Milliarden €.

Die Nettoforderungen des Eurosystems an Kreditinstitute verringerten sich um 15,7 Milliarden € auf 363,9 Milliarden €. Am 19. August 2015 wurde ein **Hauptrefinanzierungsgeschäft** in Höhe von 69,7 Milliarden € fällig und ein neues Geschäft in Höhe von 69,6 Milliarden € mit einer Laufzeit von sieben Tagen wurde abgewickelt. Die Inanspruchnahme der **Spitzenrefinanzierungsfazilität** betrug 0,1 Milliarden € (gegenüber 0,8 Milliarden € in der Vorwoche). Die Inanspruchnahme der **Einlagefazilität** belief sich auf 169,1 Milliarden € (gegenüber 154,2 Milliarden € in der Vorwoche). Die Bestände des Eurosystems an **Wertpapieren für geldpolitische Zwecke** stiegen um 8 Milliarden € auf 560,8 Milliarden €. In Tabelle 1 b werden diese Bestände nach einzelnen Portfolios detailliert aufgeschlüsselt. Alle Portfolios werden in den Büchern zu fortgeführten Anschaffungskosten ausgewiesen. Im Ergebnis aller Transaktionen erhöhten sich die **Einlagen** der Kreditinstitute auf **Girokonten** beim Eurosystem um 4,6 Milliarden € auf 428,6 Milliarden €.

In der Woche zum 28. August 2015 blieb die Position **Gold und Goldforderungen** unverändert. Die Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung erhöhte sich aufgrund von Kunden- und Portfoliotransaktionen sowie von liquiditätszuführenden Geschäften in US-Dollar (siehe Tabelle 2) um 1,3 Milliarden € auf 264,1 Milliarden €. Die Bestände des Eurosystems an marktfähigen **Sonstigen Wertpapieren** (das heißt an Wertpapieren, die nicht für geldpolitische Zwecke gehalten werden) nahmen um 1,1 Milliarden € auf 359,2 Milliarden € zu. Der **Banknotenumlauf** ging um 1,3 Milliarden € auf 1 053,2 Milliarden € zurück. Die **Einlagen von öffentlichen Haushalten** stiegen um 16,8 Milliarden € auf 67 Milliarden €.

Die Nettoforderungen des Eurosystems an Kreditinstitute erhöhten sich um 10,1 Milliarden € auf 373,9 Milliarden €. Am 26. August 2015 wurde ein **Hauptrefinanzierungsgeschäft** in Höhe von 69,6 Milliarden € fällig und ein neues Geschäft in Höhe von 70,1 Milliarden € mit einer Lauf-

zeit von sieben Tagen wurde abgewickelt. Im Lauf der Woche wurde ein **längerfristiges Refinanzierungsgeschäft** in Höhe von 40,4 Milliarden € fällig und ein neues Geschäft in Höhe von 33,1 Milliarden € wurde abgewickelt. Die Inanspruchnahme der **Spitzenrefinanzierungsfazilität** betrug 2,2 Milliarden € (gegenüber 0,1 Milliarden € in der Vorwoche). Die Inanspruchnahme der **Einlagefazilität** belief sich auf 154,4 Milliarden € (gegenüber 169,1 Milliarden € in der Vorwoche). Die Bestände des Eurosystems an **Wertpapieren für geldpolitische Zwecke** stiegen um 11,6 Milliarden € auf 572,4 Milliarden €. In der Tabelle 1 b werden diese Bestände nach einzelnen Portfolios detailliert aufgeschlüsselt. Alle Portfolios werden in den Büchern zu fortgeführten Anschaffungskosten ausgewiesen. Im Ergebnis aller Transaktionen nahmen die Einlagen der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem um 9,9 Milliarden € auf 438,5 Milliarden € zu.

Internationale Verwendung des Euro

Verglichen mit dem vorangegangenen Berichtszeitraum wurde der Euro im Jahr 2014 und Anfang 2015 von internationalen Kreditnehmern zunehmend als Finanzierungswährung verwendet, während sein Anteil an den Devisenreserven weitgehend unverändert blieb. Dies sind einige der wichtigsten Erkenntnisse eines Anfang Juli 2015 von der Europäischen Zentralbank (EZB) veröffentlichten Berichts über die internationale Rolle des Euro (The international role of the euro), in dem untersucht wird, wie sich die Verwendung des Euro durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2014 und Anfang 2015 entwickelt hat.

Eine herausragende Entwicklung war die nominale effektive Abwertung des Euro um 10 Prozent in den zwölf Monaten bis Mai 2015, die sich in verschiedenen Indikatoren zur internationalen Verwendung des Euro niederschlug. Bei Zugrundelegung konstanter Wechselkurse erholten sich die meisten Indikatoren, die zur Beurteilung der internationalen Verwendung des Euro herangezogen werden, entweder weiter von dem Rückgang, der im Gefolge der Staatsschuldenkrise im Euroraum zu beobachten war, oder blieben im Berichtszeit-

raum weitgehend stabil. Dies galt für die Verwendung des Euro als Reserve-, Finanzierungs- und Fakturierungswährung.

Besonders deutlich wurde die Abwertung der Gemeinschaftswährung im Berichtszeitraum am Rückgang des nominalen Anteils des Euro an den weltweit offengelegten Devisenreserven (um 2,2 Prozentpunkte auf 22,2 Prozent) im Jahr 2014. Bereinigt um Wechselkursveränderungen blieb der Anteil jedoch im Großen und Ganzen unverändert (minus 0,2 Prozentpunkte), was darauf hindeutet, dass die nominale Verringerung vor allem auf Bewertungseffekte zurückzuführen war.

Angesichts des niedrigen und weiter sinkenden Zinsniveaus im Euro-Währungsgebiet wurde der Euro von internationalen Kreditnehmern verstärkt als Finanzierungswährung verwendet. Der Anteil der Gemeinschaftswährung an der internationalen Schuldtitelmission erhöhte sich im ersten Quartal 2015 im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrsquartal um 9 Prozentpunkte auf fast 30 Prozent.

Der Bericht enthält zwei Aufsätze. Der erste beschäftigt sich damit, welche Bedeutung die bei internationalen Transaktionen eingesetzten Währungen für die Übertragung von Wechselkursveränderungen auf die Importpreise haben. Es werden nationale Unterschiede bei der langfristigen Wechselkurstransmission (das heißt der Übertragung von Wechselkursveränderungen auf die Importpreise) im Verhältnis zur Verwendung des Euro als Fakturierungswährung in den betreffenden Ländern analysiert. Dabei wird ein kausaler – und wirtschaftlich signifikanter – Zusammenhang zwischen der Wahl der Fakturierungswährung und der Wechselkurstransmission festgestellt: Wenn sich der Anteil des Euro an der Fakturierung von Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euroraums um 10 Prozentpunkte erhöht, verringert sich die Übertragung von Wechselkursveränderungen auf die Importpreise um 7 Prozentpunkte.

Im zweiten Aufsatz wird untersucht, wie sich der Wechsel von festen zu flexiblen Wechselkursen, der sich im Gefolge des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems vollzog, auf die Verwendung verschiedener nationaler Währungen als internationale Reservewährungen auswirkte. Der Bericht ist auf der Website der EZB unter <http://www.ecb.europa.eu> abrufbar.

Auch Experten können irren: Vorschläge von Galbraith, Holland und Varoufakis zur Eurokrise

Yanis Varoufakis/James K. Galbraith/Stuart Holland, Bescheidener Vorschlag zur Lösung der Eurokrise, Antje Kunstmann Verlag, 1. Auflage (3. März 2015), 64 Seiten, 5,- Euro, ISBN 978-3-95614-051-8

James K. Galbraith, Stuart Holland und Yanis Varoufakis haben im Frühjahr eine Lösung der Eurokrise empfohlen, die angeblich ohne weitere Gemeinschaftsschulden auskommt. Tatsächlich aber sollen EZB, ESM, EIB und EIF umfangreiche Kredite aufnehmen, was ökonomisch der Emission von Eurobonds entspricht. Selbst im optimistischen Szenario ohne Zahlungsausfälle verschlechtert dies die Bonität der kreditwürdigeren Euro-Mitgliedsländer und erhöht deren Kreditkosten.

Griechenlands ehemaliger Finanzminister geht neue Kommunikationswege: In Günther Jauchs Talkshow richtete er sich im März 2015 an die deutsche Fernsehnation.

Abweichung von Versprechen

Auch das zusammen mit seinen Koautoren verfasste Büchlein spricht im Vorwort breite Bevölkerungsschichten in Deutschland direkt an. Die Autoren nehmen deren Ängste hinsichtlich einer europäischen Schuldenunion scheinbar ernst, wenn sie hinsichtlich ihrer Anregungen unter anderem versprechen:

– „Für Schulden eines Mitgliedsstaats stehen andere Mitgliedsstaaten nicht gerade.“

– „Die Europäische Zentralbank (EZB) finanziert die Schulden von Mitgliedsstaaten nicht.“

– „Es wird keine Eurobonds geben und keine Organisation, die gemeinsam Anleihen ausgibt, für die alle Staaten der Eurozone haften.“

Allerdings weichen die vier Sofortmaßnahmen zur Lösung der Krise, die das Buch ausarbeitet, von diesem Versprechen ab.

Vorschlag 1 – Fall-zu-Fall-Programm für Banken: Beim „FFPB“ geht es um den Umgang mit notleidenden Kreditinstituten:

„Wenn (...) eine Bank in der Eurozone unterfinanziert ist, kann der Mitgliedsstaat, in dem die Bank ihren Sitz hat, um die so-

fortige Rekapitalisierung der Bank aus dem ESM bitten. (...) Innerhalb eines Jahres verkauft der ESM die Anteile, die er erhalten hat, und deckt damit seine Aufwendungen; weder ein deutscher Steuerzahler noch ein Steuerzahler eines anderen Landes wird einen (...) Teil der Verluste tragen müssen.“

Anleihen mit Gemeinschaftshaftung

Der Europäische Stabilitätsmechanismus ESM emittiert Anleihen mit Gemeinschaftshaftung, also ökonomisch gesehen Eurobonds. Das verringert die Zinslast der Mitgliedsländer mit schwacher Bonität zu Lasten derjenigen mit (noch) erstklassiger Bonität. Spielen darüber hinaus die erworbenen Bankanteile nach einem Jahr den Wert der Rekapitalisierung nicht wieder ein, kommt es zum Verlust. Dieses Szenario ist sehr wahrscheinlich, denn in der Vergangenheit gesundeten die wenigsten Banken innerhalb eines Jahres, wie auch die deutsche Bankenrettung ab 2008 unterstrich.

Vorschlag 2 – Begrenztes Umschuldungsprogramm: Das „BUP“ möchte die Kreditlast hoch verschuldeter Euro-Mitgliedsländer senken. „MKS“ bezeichnen dabei die Maastricht-konformen Schulden von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts:

„Die EZB bietet Mitgliedsstaaten, die an einer Umschuldung ihrer MKS interessiert sind, folgende Option an: Jedes Mal, wenn eine Anleihe eines Mitgliedsstaats fällig wird, zahlt die EZB den Teil der Anleihe zurück, der dem Anteil (in Prozent) der MKS an der Gesamtverschuldung des Landes entspricht. (...) das Land wird zu gegebener Zeit seine Schulden begleichen müssen, verzinst mit dem von der EZB erhobenen Zinssatz (gegenwärtig weniger als 2 Prozent). (...) Außerdem schlagen wir vor, dass die EZB-Bonds durch den ESM abgesichert werden.“

Ohne Rückzahlungsfristen

Läge zum Beispiel die Staatsverschuldung eines Landes bei 90 Prozent, würden 60

Prozentpunkte zunächst von der EZB übernommen. Diese würde nicht direkt die Notenpresse betätigen, sondern wie der ESM gemeinschaftliche Kredite aufnehmen. Um die Bonität der EZB zu erhöhen, würde der ESM mit Garantien beispringen. Varoufakis et al. betonen, dass dieses Verfahren vertragskonform und besser als das 2012 eingerichtete OMT-Anleihekaufprogramm der EZB wäre, das Kredite an die realwirtschaftlichen Reformauflagen des ESM knüpft. Das neue Programm wäre tatsächlich sehr umfangreich, daneben für notleitende Euro-Mitgliedsländer bedingungslos und frei von Rückzahlungsfristen (siehe oben „zu gegebener Zeit“).

Die Autoren meinen, dass dieser Weg ohne Deutschland über die im EU-Vertrag vorgesehene „Verstärkte Zusammenarbeit“ beschritten werden könne. Es würden also zusätzliche Gemeinschaftsschulden aufgenommen, an denen allein Deutschland mindestens 27 Prozent Haftungsanteil trüge – bei Zahlungsausfall einzelner Eurländer mehr.

Vorschlag 3 – Investitionsgestütztes Rettungs- und Konvergenzprogramm: Das „IRKP“ ähnelt einem europäischen Marshallplan oder New Deal:

„Die EIB und der EIF kündigen (...) ein europaweites Investitionsprogramm in Höhe von 8 Prozent des BIP der Eurozone an und die Ausreichung von Investitionsprogrammen an die Länder der Peripherie der Eurozone in Höhe ihrer jeweiligen Arbeitslosenquoten.“ Diese zusätzlichen Gemeinschaftsausgaben würden erneut durch EZB-Anleihen finanziert „oder durch die Ausgabe zusätzlicher Anleihen von EIB und EIF, die jedoch die EZB auf dem Zweitmarkt aufkauft, falls ihr Wert unter eine bestimmte Schwelle sinkt (oder wenn ihre Zinssätze eine vorher festgelegte Schwelle übersteigen). (...) Diese Anleihen werden direkt aus den Erträgen der Investitionen beglichen (wie bei EIB-Bonds).“

Die Europäische Investitionsbank EIB unterstützt große Infrastrukturprojekte mit eigener Kreditaufnahme. Der Europäische Investitionsfonds EIF stellt kleineren Unternehmen Risikokapital zur Verfügung und bürgt für deren Bankkredite. Varoufakis et al. möchten diese gemeinschaftlichen Finanzquellen deutlich erweitern: Spanien mit seiner Arbeitslosenquote von über 20 Prozent erhielte beispielsweise Fi-

Bücher

nanzmittel, die mehr als einem Fünftel des spanischen BIP entsprächen. Daneben gehen die Autoren erneut vom besten Fall aus, dass sämtliche Investitionen hinreichende Erträge abwerfen: „Die EIB und der EIF werden dieses Geld dann in Investitionen lenken, die die Produktivität der europäischen Volkswirtschaften erhöhen.“ Die Autoren halten ein so großes Investitionsprogramm schon deshalb für Maastricht-konform, weil EIB-Kredite auch heute nicht zu den nationalen Staatsschulden gerechnet würden.

Vorschlag 4 – Notprogramm für soziale Solidarität: Beim „NPSS“ soll es staatliche Hilfen für Lebensmittel, Energie und Verkehr geben:

„Das Programm wird ausschließlich aus den Zinsen finanziert, die aus Ungleichge-

wichten bei den Target-2-Salden (...) auf-
laufen“, daneben aus weiteren Quellen wie
einer künftigen Finanztransaktionssteuer.

Zinsen erhalten im Rahmen der Target-
2-Salden Überschussländer wie Deutsch-
land. Bisher erhöhen diese Zinserträge den
Gewinn der Deutschen Bundesbank. Er
steht dem Bundesfinanzministerium für
höhere Staatsausgaben beziehungsweise
Steuersenkungen in Deutschland zur
Verfügung. Künftig würden davon Sozial-
ausgaben in den ärmeren Euroländern fi-
nanziert. Geplant sind also direkte interna-
tionale Transferleistungen.

Weitere Verschleierungen: Varoufakis et
al. kritisieren, dass von den 240 Milliarden
Euro griechischer Schulden über 200 Mil-
liarden Euro an Banken und Hedgefonds
geflossen seien und nicht an die griechi-

sche Bevölkerung. Aber warum wurden
griechische Finanzdienstleister zahlungs-
unfähig?

Weil sie griechische Staatsanleihen ge-
kauft hatten, deren Kurs aufgrund einer
Vertrauenskrise in die Rückzahlungsfähig-
keit der griechischen Regierung ab 2009
dramatisch sank. Und wie war es zum ho-
hen staatlichen Verbrauch gekommen? Die
griechische Regierung hatte vor der Krise
sehr günstige Kredite erhalten. Das Län-
derisiko eines griechischen Zahlungsausfalls
hatten die Finanzmärkte nämlich zunäch-
st kaum eingepreist, die No-bailout-Klausel
der EU-Verträge erschien ihnen also un-
glaubwürdig.

Unsaubere Erklärungen

Diese eigentlichen Ursachen der hohen
Verschuldung von Ländern wie Griechen-
land erklärt das Buch auch an anderer
Stelle unsauber: „In den Defizitregionen
oder -ländern waren die Kreditzinsen hö-
her (weil das Geldangebot knapp und
dementsprechend der ‚Preis‘ des Geldes,
der Zinssatz, höher war). Diese Differenz
bei den Zinssätzen (...) zog wie ein Magnet
das Kapital aus den Überflussländern an ...“
Treffender wäre: Die Kreditzinsen in Grie-
chenland waren vor Ausbruch der Krise
zwar höher als in Deutschland, aber we-
sentlich niedriger als vor Einführung des
Euro. Dies führte zu Überkonsumption und
vergrößerte das Leistungsbilanzdefizit, ge-
rade auch gegenüber Deutschland. Zum
Ausgleich der Zahlungsbilanz kam es zu ei-
nem Überschuss bei den Kapitalbewegun-
gen – oder anders herum und plakativer:
Deutschland und andere mussten Kredite
für die exportierten Waren vergeben.

Ohne eigene Notenbank können hoch ver-
schuldete Staaten der Eurozone ihre
Schulden nicht monetarisieren. Auch die
EZB ist dazu formal nicht befugt. Varoufa-
kis et al. schlagen daher eine deutlich um-
fangreichere Gemeinschaftshaftung vor,
die in jedem Fall die finanziellen Spiel-
räume der reicheren Euro-Mitgliedsländer
einschränken dürften. Es wäre aufrichtiger
gewesen, dies zu benennen, anstatt wie-
derholt zu betonen, dass die Vorschläge
Steuerzahler in Deutschland in keiner Wei-
se beeinträchtigen würden.

*Prof. Dr. Britta Kuhn,
VWL und International Economics,
Wiesbaden Business School
der Hochschule RheinMain*

Bankbetriebliche Risiken früher erkennen und besser steuern



Banken, Performance und Finanzmärkte

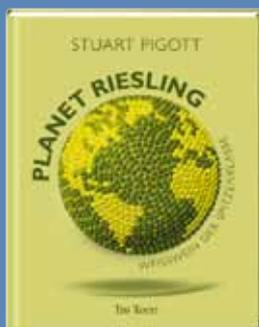
Von Reinhard Nagel und Klaus Serfling
2009. 456 Seiten,
gebunden, 78,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-0825-2.

Die Geschäftstätigkeit der Banken
ist nach wie vor durch rapide Umge-
staltungsmaßnahmen geprägt, wobei
aufsichtsrechtliche Steuerungsimpul-
se eine erhebliche und zunehmend
interaktive Rolle spielen. Für eine
erfolgreiche Umsetzung dieser für die
einzelnen Banken (über-) lebenswichti-
gen Adjustierungen ist eine Vielzahl
geschäftsspezifischer Faktoren und
makroökonomischer Szenarien zu
berücksichtigen.

Zentrale Themen des Bandes sind
daher die Untersuchungen zu den
bankbetrieblichen Risiken und zu
adäquaten Steuerungsansätzen vor
dem Hintergrund der Finanzmarkt-
entwicklungen und der makroökono-
mischen Rahmenbedingungen des
Bankgeschäfts.

*Mehr Informationen zum Buch
unter www.kreditwesen.de.*

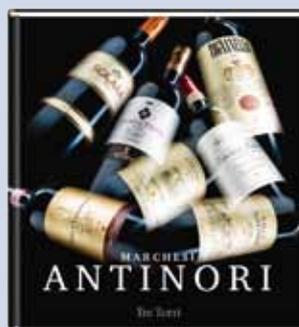
Fritz Knapp Verlag | Postfach 111151 | 60046 Frankfurt
Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00 | E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de



Stuart Pigott
Planet Riesling –
Weißwein der Spitzenklasse
 20,0 cm x 25,5 cm,
 232 Seiten, Hardcover.
 Tre Torri Verlag GmbH
 ISBN 978-3-944628-41-7
 Gebundener Ladenpreis:
 29,90 € (D), 30,50 € (A)

DER neue Stuart Pigott

In diesem einzigartigen Weinratgeber stellt Stuart Pigott die weltbesten Winzer, Sommeliers und Gastronomen vor, die sich – wie er selbst – dem Riesling verschrieben haben. Pigott reist zu den großen Riesling-Anbaugebieten der Welt – von Nordamerika und Kalifornien nach Australien, Neuseeland und Südamerika bis in die Schweiz, nach Norditalien und natürlich auch Deutschland – und berichtet unterhaltsam über Weingeschichte und Geschmackserlebnisse.



Marchesi Antinori
 28,0 cm x 29,0 cm,
 240 Seiten,
 Hardcover mit Schutzumschlag.
 Tre Torri Verlag GmbH
 ISBN 978-3-944628-20-2
 Gebundener Ladenpreis:
 69,90 € (D), 71,90 € (A)

Der Welterfolg aus der Toskana

Der Name Antinori zählt zu den bedeutendsten in der internationalen Welt der Weine. Spitzenweine wie „Solaia“, „Tignanello“ und „Guado al Tasso“ sind Symbole des großen Erfolgs dieser außergewöhnlichen Familie. Das Buch gibt einen Überblick über sämtliche Weingüter von Antinori, die verschiedenen Weinregionen werden bildgewaltig in Szene gesetzt und die wichtigsten Weine in ausführlichen Portraits beschrieben.

ESSEN, TRINKEN & GENUSS



Cocktailian 3
Bier & Craft Beer
 13,3 cm x 19,0 cm,
 528 Seiten, Hardcover.
 Tre Torri Verlag GmbH
 ISBN 978-3-944628-49-3
 Gebundener Ladenpreis:
 44,90 € (D), 46,30 € (A)

Der neue Trend – Bier & Craft Beer

Wie bei den ersten Bänden der erfolgreichen Cocktailian-Reihe steht auch hinter „Cocktailian 3 – Bier & Craft Beer“ ein Kollektiv renommierter Fachautoren aus dem In- und Ausland. Der Leser findet Anleitungen zum Home Brewing, Rezepturen für perfekt abgestimmte Bier-Cocktails und alles Wissenswerte zu den wichtigsten Bier-Stilen, ihrer Geschichte und Entwicklung.



Michael Kammermeier
ENTE Das Kochbuch
 28,0 cm x 29,0 cm,
 224 Seiten,
 Hardcover mit Schutzumschlag.
 Tre Torri Verlag GmbH
 ISBN 978-3-944628-17-2
 Gebundener Ladenpreis:
 49,90 € (D), 51,30 € (A)

Alles ENTE, oder was?

50 wunderbare, originelle und außergewöhnliche Rezepte rund um den gefiederten Freund Ente präsentiert Michael Kammermeier in seinem ersten Kochbuch. Modernes wie „Fried Duck mit Dip“, Ungewöhnliches wie „Tempura von der Entenzunge“ oder Klassisches wie „Entengröstl mit Navettensalat“ verheißen kulinarische Höhepunkte der feinen Enten-Küche.

Bestellung per Fax an (069) 707 84 00

Bitte liefern Sie gegen Rechnung:

- ___ Expl. **Stuart Pigott: Planet Riesling – Weißwein der Spitzenklasse**
 à 29,90 € (D), 30,50 € (A)
 zzgl. Versandkosten. ISBN 978-3-944628-41-7
- ___ Expl. **Marchesi Antinori**
 à 69,90 € (D), 71,90 € (A)
 zzgl. Versandkosten. ISBN 978-3-944628-20-2
- ___ Expl. **Cocktailian 3 – Bier & Craft Beer**
 à 44,90 € (D), 46,30 € (A)
 zzgl. Versandkosten. ISBN 978-3-944628-49-3
- ___ Expl. **Michael Kammermeier: ENTE Das Kochbuch**
 à 49,90 € (D), 51,30 € (A)
 zzgl. Versandkosten. ISBN 978-3-944628-17-2

.....
 Name/Vorname

.....
 Firma/Abteilung

.....
 Straße/Nr.

.....
 PLZ/Ort

.....
 Datum/Unterschrift

Versandbuchhandlung Kreditwesenservice GmbH • 60046 Frankfurt

Postfach 11 11 51 • Tel. (069) 97 08 33-21 • Fax (069) 707 84 00 • E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de



INTEREST RATE RISK IN THE BANKING BOOK (IRRBB) – VERSCHÄRFUNG DER ANFORDERUNGEN



Die ab Anfang 2016 gültigen EBA Guidelines zu IRRBB schärfen die Säule 2 Anforderungen an das Management von Zinsänderungsrisiken im Anlagebuch. Das zugehörige Baseler Konsultationspapier diskutiert darüber hinaus einen IRRBB Standardansatz zur Kapitalunterlegung in Säule 1. Dabei sind szenarioabhängige

Cashflow-Modellierungen oder die gemeinsame Steuerung barwertiger und ertragswertiger Risiken nur zwei Beispiele der kommenden Herausforderungen. Haben Sie sich schon einen Überblick verschafft, welche Anpassungen notwendig sind und welche Auswirkungen auf Kennzahlen, Prozesse und Systeme Sie zu erwarten haben? Wir beleuchten gerne zusammen mit

Ihnen die Situation in Ihrem Haus. Klären Sie mit uns Ihren Handlungsbedarf und nutzen Sie unsere Expertise bei der Planung und Umsetzung der anstehenden Aufgaben.

Nähere Informationen erhalten Sie unter: www.d-fine.com/IRRBB

d-fine. Die Spezialisten für Risk&Finance.