



### Förderbanken

#### Wie selbstständig muss die Ipx Bank sein?

IKB-induziert müssen sich sowohl die interessierte Öffentlichkeit und der Markt wie auch die Politik und die internen Gremien zurzeit einmal mehr mit der Frage auseinandersetzen, was für eine Förderbank wie die KfW Bankengruppe hinsichtlich ihrer Geschäftsstruktur richtig und was falsch ist (siehe auch Kreditwesen 24-2007). Derweil hat das Frankfurter Institut auf Geheiß der EU-Kommission nach langjähriger Vorbereitung zum Jahresanfang 2008 zunächst einmal ihren bisherigen rechtlich unselbstständigen Geschäftsbereich KfW Ipx Bank deutlicher abgegrenzt und als eigenständige Konzerntochter ausgegründet. In dieser sind bekanntlich alle Geschäftsaktivitäten der Bankengruppe zusammengeführt, die dem freien Wettbewerb im Finanzdienstleistungssektor unterliegen: Unternehmensfinanzierungen, Kredite für Infrastrukturprojekte, Exportkredite, Projekt- und strukturierte Finanzierungen sowie auch kurzfristige Handelsfinanzierungen. Mit einem Kreditportfolio von 63,3 Milliarden Euro zählt sich das Institut dabei zu den größeren weltweit.

Dass Banken und Sparkassen die Ipx aufgrund ihrer Rücken- deckung durch die finanzgewaltige, weil staatlich gestützte Mutter ein gehöriger Dorn im Auge ist, ist hinreichend bekannt und aus Sicht der Institute allzu verständlich. Denn freier Wettbewerb gehört nicht staatlich subventioniert. Und mit der Ipx dringt die KfW in Marktbereiche ein, in denen ihr althergedientes Argument nicht greifen kann – nämlich nur dort einzugreifen, wo ein Marktversagen vorliegt. Zwar nimmt die KfW-Tochter zur Refinanzierung etwa das Triple-A-Rating der Konzernmutter nicht direkt in Anspruch. Weil sich die Ipx Bank die Gelder zu AA-minus-Konditionen von ihr besorgt, verbleibt der KfW gleichwohl eine Marge, die für das inländische Fördergeschäft genutzt wird. All dies weckt Begehrlich-

keiten bei den Wettbewerbern, die diesen Kuchen lieber nicht mit dem Staat teilen würden. Und wie diffizil das Verhältnis zwischen der deutschen Politik und der Konzernmutter KfW selbst sein kann, haben die Vorgänge in Düsseldorf einmal mehr klar gemacht. Aus der Unionsfraktion etwa hieß es unlängst, man wolle so lange keine neuen Steuermittel für eine mögliche Kapitalerhöhung bei der Mittelstandstochter IKB zur Verfügung stellen, wie die staatseigene Förderbank selbst im Wettbewerbsgeschäft tätig ist – das heißt im Klartext, die Ipx Bank noch im Konzern verbleibt.

Wäre es also nicht die logische Konsequenz zur Klärung beider Fronten, die Ipx ganz in den freien Markt zu entlassen – zumal diese nun eine eigene Rechtsform angenommen hat? Schaut man nüchtern auf die Berichterstattung der neuen Bank und des Mutterkonzerns, wird jedoch die nicht zu vernachlässigende Rolle der Ipx im Geschäftsbetrieb der KfW Bankengruppe deutlich. Mit 13,6 Milliarden Euro (Stand: November 2007) generiert diese in Frankfurt, New York, São Paulo, London, Istanbul, Moskau, Mumbai, Bangkok, Peking (und bald in Johannesburg und Abu Dhabi) nämlich nicht nur rund ein Sechstel des Fördermittelvolumens der KfW, sondern steuert mit einem Gewinn von 342 (372) Mill. Euro auch etwa ein Drittel zu den Erträgen der Bank bei. Kein Wunder also, dass man in Frankfurt von einem möglichen Verkauf der Ipx zumindest im Vorstand nichts wissen will. Wenn sich Bund und Länder als Eigentümer (im Verhältnis 80 zu 20) dennoch dafür entscheiden sollten, wird man nämlich erheblich am zukünftigen Geschäftsmodell zu feilen haben.

Rückendeckung erhofft sich die KfW derweil vom Bundesfinanzminister, der gleichzeitig bis zum Jahreswechsel auch Verwaltungsratsvorsitzender war. Fast wie eine Drohung klang dessen jüngster Vorstoß zur Besitzstandswahrung: Wer einen Verkauf der Ipx Bank fordert, müsse sich bewusst sein, dass dies das Förder- volumen der KfW erheblich einschränken würde. Bei der Förderbank wird die Aussage selbstredend als klares, offizielles Dementi gegen jegliche Trennungsabsichten gewertet. Ob diese Sicht der Dinge allerdings Bestand haben wird, ist zumindest ungewiss. Denn ein Ipx-Verkauf wird hauptsächlich aus der Unionsfraktion propagiert. Und nun sitzt seit Jahresbeginn – turnusgemäß – mit Michael Glos ein CSU-Politiker an der Spitze des KfW-Aufsichtsgremiums. Ob das Thema Verkauf der Ipx-Bank in nächster Zeit tatsächlich ernsthafter zu diskutieren sein wird?

### In eigener Sache

#### Neuer Herausgeber

Wir freuen uns sehr, zum 1. Januar 2008

**Dr. Siegfried Jaschinski**, Vorsitzender des Vorstands, Landesbank Baden-Württemberg (LBBW), Stuttgart

neu im Herausgeberkreis nennen zu dürfen.

In herzlicher Verbundenheit bedanken wir uns für langjährige Unterstützung bei Dr. Thomas R. Fischer und Michael Kranz.

Philipp Otto

Dr. Berthold Morschhäuser

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

### NRW-Bank

#### Ein ganz normales Jahr

Es klang fast entschuldigend wie die Förderbank des Landes Nordrhein-Westfalen kurz vor der Jahreswende ihren Rück- und Ausblick auf die eigene Geschäftsentwicklung einleitete. Der Grund ist einleuchtend: Nach dem von Liquiditätsengpässen und Verwerfungen in einigen Kapitalmarktsegmenten geprägten Verlauf der vergangenen fünf Monate im Resümee für das eigene Institut von einem guten und ganz normalen Jahr zu sprechen, in dem die eigenen Vorgaben am Kapitalmarkt im Wesentlichen nach Plan umgesetzt werden konnten, entspricht gewiss nicht dem allgemeinen Trend der Kreditwirtschaft. In der KfW dürfte man ob



solcher Zwischenbilanz sogar ein wenig wehmütig daran denken, wie das vergangene Jahr für die Förderbank ohne Subprime-Krise und IKB auch hätte laufen können.

Von den Marktturbulenzen sieht sich die NRW-Bank nur am Rande tangiert oder fühlt sich gar als einer der Nutznießer. Denn während für viele Geschäftsbanken die Konditionen in der Refinanzierung schlechter geworden sind, haben sie sich für die Förderbank dank der an den Märkten wahrgenommenen Nähe zum größten Bundesland eher leicht verbessert. Und angesichts der Bemühungen des Landes Nordrhein-Westfalen bei der Sanierung des Haushaltes erwartet die Förderbank in puncto Rating trotz der anhaltenden Unsicherheit an den Kapitalmärkten zum Jahreswechsel eher eine positive Überraschung, sprich Höherbewertung, denn eine Herabstufung.

Als Erfolge bei der Umsetzung der gesetzten Ziele verweist die NRW-Bank auf eine zunehmend internationaler werdende Investorenbasis sowie die innerhalb von 42 Monaten etablierte vollständige Euro-Zinsstrukturkurve. Letztere ist im Berichtsjahr mit zwei Benchmarkanleihen mit zehn und siebenjährigen Ursprungslaufzeiten geschlossen worden. Besonders stolz ist die Bank dabei auf den Verlauf der Platzierung der zehnjährigen Anleihe in Höhe von einer Milliarde Euro. Sie war mit 1,5 Milliarden Euro überzeichnet und erlaubte eine Schließung des Orderbuches nach knapp 30 Stunden. Mit Blick auf die Streuung wird dabei nicht zuletzt das große Interesse asiatischer Investoren hervorgehoben, die nach Deutschland (46 Prozent) mit 18 Prozent den zweitgrößten Anteil zeichneten. Sektoral teilt sich die Emission in ihren größten Anteilen zu 35 Prozent auf Geschäftsbanken, weiteren 20 Prozent auf Hypothekenbanken, 18 Prozent auf Zentralbanken, zehn Prozent auf Fonds allgemein und zusätzlichen sechs Prozent auf Pensionsfonds auf. Als durchschnittliche Ordergröße werden 31 Millionen Euro genannt.

Die geänderte Struktur der Refinanzierungsinstrumente unterstreicht auch der Blick auf die gesamte Passivseite, die für das Berichtsjahr 2007 eine mittel- und langfristige Refinanzierung im Volumen von 17 Milliarden Euro ausweist – eine Größenordnung, die auch im laufenden Jahr vorgesehen ist. Trugen Namensschuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen im Jahre 2005 noch rund 45 Prozent zur Refinanzierung der Bank bei, waren es im vergangenen Jahr nur noch 20 Prozent. Und auch die Inhaberschuldverschreibungen weisen mit neun Prozent einen um fünf Prozentpunkte niedrigeren Anteil auf. Bei einem gegenüber dem Vorjahr stabilen Gewicht der Benchmark-Anleihen haben sich die Debt-Issuance-Programme auf mittlerweile 53 Prozent spürbar ausgeweitet.

Eine deutliche Steigerung weist auch der Fremdwährungsanteil auf, wengleich der Euro im Berichtsjahr noch rund 80 Prozent beisteuert. Diese Orientierung an neuen Märkten will die Förderbank auch in Zukunft fortschreiben, indem sie den US-Dollar langfristig als zweite strategische Währung besetzt, eine regelmäßige Präsenz im Markt für Kanadische Dollar, Schweizer Franken und wenn möglich im Australische Dollar zeigt. Ganz außen vor wird die Subprime-Krise dabei im laufenden Jahr auch für die NRW-Bank nicht bleiben können. Die Pflege des Benchmarkprogramms in US-Dollar, so wird jedenfalls vorsorglich eingeräumt, hängt natürlich von einer Marktberuhigung ab.

## Universal-Investment

### Vertrauen in das eigene Geschäftsmodell

Wie nützlich ein funktionierendes Geschäftsmodell ist, kann man in der Fondsbranche beobachten. Kapitalanlagegesellschaften wie Universal-Investment, Inka, Helaba-Invest oder auch Metzler können seit Jahren vergleichsweise entspannt von ihrer Geschäftslage berichten, weil sie mit der Master KAG frühzeitig auf eine Entwicklung gesetzt haben, die ihnen anhaltend überdurchschnittliche Zuwächse beschert. Wie zuversichtlich eine fundierte geschäftliche Basis macht, konnte man Anfang Dezember letzten Jahres bei der Universal-Investment spüren. Die von dem Bankhaus Lampe, der Berenberg Bank, Hauck & Aufhäuser, der LBBW sowie Merck Finck & Co getragene Kapitalanlagegesellschaft konnte nicht nur über ein gutes Ende ihres jeweils bis 30. September laufenden Geschäftsjahres berichten, sondern wagte auch eine mutige und offensive Prognose für die Zukunft.

Von gut 74 Milliarden Euro per Ende November 2007 will die Gesellschaft das administrierte Vermögen binnen fünf Jahren auf 150 Milliarden Euro erhöhen. Sie würde damit zwar nicht ganz das Wachstumstempo der letzten Jahre beibehalten, denn zuletzt bedurfte es nur vier Jahre zu einer Verdopplung. Aber sie gibt mit dieser angepeilten Marke doch deutlich zu erkennen, dass sie in der Fondsverwaltung weiterhin eine spürbar wachsende Nachfrage sieht und das eigene Unternehmen für technisch gut genug gerüstet hält, sich einen gebührenden Anteil zu sichern. Ganz ohne greifbare Aussicht wurde diese Ankündigung freilich nicht gemacht. Sie basierte zumindest schon auf den Volumina eines Ende letzten Jahres ausverhandelten Insourcing-Auftrags von der SEB Asset Management im Volumen von neun Milliarden Euro, der mittlerweile von beiden Seiten offiziell bestätigt ist. Die Universal soll für den SEB-Ableger die gesamten Backoffice-Aufgaben wie die Fondsbuchhaltung und die Berichtspflichten übernehmen. Genau in diesem Bereich baut die Universal auf die hauseigene IT-Infrastruktur sowie die langjährige Erfahrung im Administrationsgeschäft und erhofft sich bei anhaltendem Margendruck Zulauf von neuen Kunden, die den hohen Aufwand für neue technische Investitionen nicht mehr schultern wollen. Auf 30 bis 50 Milliarden Euro wird das Volumen angesetzt, das allein aus dem Insourcing in das prognostizierte Wachstum einfließen könnte.

Große Zuversicht verbreitet die Gesellschaft auch nach wie vor im Geschäftsfeld Master KAG. Zwar sieht sie durch den guten Zulauf von großen Versicherern, Unternehmen, Kreditinstituten und Versorgungswerken das Zeitfenster für die Verteilung der verbliebenen Hälfte des Marktpotenzials auf nur noch rund drei Jahre beschränkt. Aber speziell bei kleineren und mittleren Einheiten sowie generell bei Stiftungen, Kirchen, Verbänden und Sparkassen verspricht sie sich noch einen Zuwachs von zehn bis 15 Milliarden Euro für das eigene Haus. Dabei wird der Blick auch ganz gezielt nach Luxemburg gerichtet, wo man sich angesichts des dortigen Spezialfondsgesetzes vom Februar 2007 (siehe Kreditwesen 16-2007) gute Chancen für einen Export der Master KAG ausrechnet. In Deutschland, so die Prognose, könnte sich in den nächsten fünf Jahren die Zahl der Anbieter von Master-KAG-Dienstleistungen halbieren. Als Selektionskriterium wird dabei neben den

fehlenden Mindestvolumina die IT-Technik gesehen. Gerade Letztere stellt die Gesellschaft selbst ausdrücklich als ein Kerngeschäft heraus und bekennt sich zu einem kontinuierlichen Ausbau nach dem „State of the Art“. Für Anbieter mit heute schon veralteten Systemen, so das Kalkül für neues Geschäftspotenzial, könnte sich die nächste Investitionsrunde einfach nicht mehr rechnen.

Dieser Tage strahlt das Selbstbewusstsein in puncto Technik sogar auf das Geschäft mit Publikumsfonds ab. Denn mit einem Volumenzuwachs von 60 Prozent im letzten Geschäftsjahr stehen für die Universal per 30. September 5,47 Milliarden Euro zu Buche. Der Zuwachs hat in der BVI-Rangliste zumindest in der unterjährigen Auswertung für 2007 für die Spitzenposition gereicht. Als bemerkenswert wird dabei die hohe Aktienquote von 56,41 Prozent herausgestellt: „Die Qualität von Vermögensberatern, Investment Boutiquen und spezialisierten Asset Managern, die unsere Private-Label-Fonds beraten, wird immer mehr von privaten und institutionellen Anlegern entdeckt.“ Der Zuspruch für Spezialisten mag in der Tat ein genereller Markttrend sein. Aber in früheren Jahren hat solch ein rationales Investmentverhalten immer für einen hohen Anteil institutioneller Investoren in Publikumsfonds gesprochen.

## Risikomanagement

### Die Wundertüten des modernen Finanzmarktes

Prof. Dr. Jürgen Singer, Universität Leipzig, schreibt der Redaktion: „In den fünfziger Jahren wünschten sich Kinder auf Volksfesten und Kirchweihen Wundertüten für zehn Pfennige. Die spannendsten Momente waren das Öffnen dieser Tüten und der Reiz der Überraschung. Man wusste nie, was sich darin befand. Das Unternehmen „Heinerle's Wundertüten“ an der Autobahn Würzburg-Nürnberg gibt es noch heute.

Die CDO's und ABS als Schöpfungen des modernen Finanzmarktes wurden von exzellenten Mathematikern berechnet, von den ach so fachkundigen Ratingagenturen ‚objektiv‘ bewertet, von Portfoliomanagern nach der modernen Finanzmarkttheorie gemanagt. Ausgefeilte Portfolios sollten Risiken streuen und die Rendite maximieren, kostenintensives modernes Risikomanagement und exzellentes Risikocontrolling sowie intensive Stresstests sollten jegliches Risiko ausschalten. Wenn man die Geschäftsberichte der Kreditinstitute auswertet, dann kann man die Überzeugung der Geschäftsleitungen herauslesen, jegliches Risiko im Griff zu haben: Wahre Könner überall! Leider erkannte man zu spät, dass dieses Gebäude auf Sand aufgebaut war. Dabei hätte man gewarnt sein müssen durch das LTCM-Debakel trotz zweier Nobelpreisträger in dem LTCM-Management. Auch die Zweifel an der Qualität der Ratingagenturen waren nicht unbekannt. Kritiker heben zu Recht hervor, dass die großen Ratingagenturen die letzten großen Krisen nie durch frühzeitige Korrektur ihrer Einstufungen erfasst haben. Dennoch: Abgehoben, arrogant und leichtsinnig wurden gravierende Fehlentscheidungen begangen. Jeglicher Instinkt für das Risiko, jegliches Bauchgefühl für gefährliche Entscheidungen scheint durch wissenschaftliche Theorien und Berechnungen verloren gegangen zu sein.

Die russischen Anleihen der Arbitragegeschäfte der LTCM erwiesen sich als fatale Investition, auch die CDO's und ABS werden derzeit, infiziert durch Subprime-Metastasen, als Fehlinvestition eingestuft. Dass die Marktliquidität vollkommen zusammenbrechen könnte, wurde in Stresstests nicht einbezogen. Dabei wies bereits Stützel in Bankenpolitik – heute und morgen (Frankfurt am Main 1964, Seite 20 ff.) auf die Bedeutung der Assets für die Liquidität hin: Ausschlag gebend ist die Bonität der Anlagetitel!

Derzeit suchen Kreditinstitute in ihren Spezialfonds und Depot A's, ob sie auch „Hypos“ wissentlich oder unwissentlich erworben haben. Ob die anderen Forderungen in den CDO's und ABS oder in Derivaten eine gute Qualität aufweisen, ist nicht nur eine Frage von heute: Sollte die Konjunktur in den USA sich erheblich verschlechtern und der Konsum drastisch zurückgehen, dann werden mehr Forderungen, nicht nur Subprime-Immobilienfinanzierungen, problematisch werden: Autofinanzierungen, Leasingfinanzierungen, Studienkredite, Kreditkartenkredite, Übernahmefinanzierungen. Gut verdient in den letzten Jahren haben neben den Investmentbanken und großen Rechtsanwaltskanzleien vor allem die offensichtlich unzureichend regulierten und überwachten US- und UK-Hypothekenkreditgeber. Sie reichten die Forderungen an die Investmentbanken weiter, die daraus ‚attraktive‘ Anleihen formten, beraten von daran gut verdienenden Ratingagenturen. Versehen mit ausgezeichneten Ratingnoten wurden die modernen Titel an Interessenten in den USA und in aller Welt weitergereicht – weltweit gestreute Metastasen!

Zwar erhielten die deutschen Käufer wie IKB oder Sachsen-LB für den Erwerb solcher Papiere Zinserträge, aber doch wohl eher Brotsamen. Den Löwenanteil schöpften die US-Hypothekenkreditbanken, die unverantwortlich Non-Prime-Kredite ausreichten, und die Investmentbanken ab, die durch Unbundling und Repackaging die Asset-Basis für CDO's und ABS zusammenstellten. Die Ratingagenturen berechneten für ihre zweifelhaften AAA-Ratings hohe Gebühren und vor allem für die Beratung der Emissionshäuser, damit ein exzellentes Rating verliehen werden konnte, hohe Honorare. Die deutschen Erwerber wollten eine risikolose Rendite; sie erhielten, getäuscht durch die Emissionshäuser und die verantwortungslos agierenden Ratingunternehmen, ertraglose Risiken, die sich für manche Häuser zu Bestandsgefährdungen entwickelten. Den Ratingagenturen schlägt endlich großes Misstrauen entgegen: Sie geben vor, bei ihren Ratingprozessen die Geschäftskonzepte eingehend zu analysieren. Hätten sie dies doch bei den Hypothekenkreditgebern getan!

Die Kinder in den fünfziger Jahren waren sich bewusst, dass in jeder Wundertüte etwas anderes sein konnte, sie liebten sich gerne für zehn Pfennige angenehm überraschen. Die Erwerber der CDO's und ABS waren im Vergleich zu den Kindern extrem naiv: Sie erhielten ebenfalls Wundertüten, auch wenn sie glaubten, den Inhalt und die Vertragsbedingungen genau zu kennen: Heute wundern sie sich über den Inhalt! Da entstehen unwillkürlich Assoziationen zur griechischen Sage der Büchse der Pandora. Dem Öffner dieser Büchse sprangen verschiedenste Probleme, Laster und Krankheiten entgegen. Auch die CDO's und ABS offenbaren große Überraschungen, wenn man den Inhalt etwas näher betrachtet, was man als verantwortungsbewusst agierender Banker wesentlich früher hätte tun sollen. Manche Banker und Banken werden vermutlich über den Hades gehen müssen. Gute Reise!“