

Verbriefung

Revitalisierung des Marktes erwünscht

Wenn eine Interessengruppe in einer demokratischen Gesellschaft ihre Vorstellungen durchsetzen will, muss sie sich in der politischen Willensbildung Verbündete suchen und auf allen Ebenen für eine Verankerung ihrer Ziele in den gesetzlichen und/oder gesellschaftlichen Rahmenbedingungen werben. In der Theorie klingt das eher spröde, in der praktischen Umsetzung hat es viel Potenzial, das ganze Spektrum menschlicher Überzeugungsarbeit abzudecken – mit sachlichen Argumenten, geschickter Polemik und oft auch viel Emotion. Ein gutes Beispiel dafür liefert die Verbriefung, deren Stern in den Jahren vor der Finanzkrise aufging, mit den Marktverwerfungen seit 2007 aber genauso schnell wieder versank. Allein die Gleichbehandlung mit anderen Finanzierungsformen zu fordern, war in den vergangenen Jahren eine schwer kalkulierbare Mutprobe. Wer hätte unter diesen Umständen beispielsweise vor fünf Jahren gedacht, dass es gelingen könnte, das Instrument der Verbriefung in der deutschen und europäischen Politik und Öffentlichkeit wieder hoffähig zu machen?

Dass eben dieses Stadium inzwischen wieder erreicht ist, hat maßgeblich mit der Einsicht bedeutender Akteure zu tun. Das fing zaghaft an mit Diskussionen und Papieren der EU-Kommission, der europäischen Aufsichtsinstanzen für Banken (EBA) und Versicherungen (EIOPA), und es fand auch Beachtung in der deutschen Politik. Spätestens das Grundsatzpapier der Europäischen Zentralbank zusammen mit der Bank of England aus dem Frühjahr dieses Jahres lieferte dann auf allen wirtschaftlichen, wissenschaftlichen und politischen Ebenen die Initialzündung, wieder frei und vor allen Dingen differenziert nachzudenken. Hierzulande hat schließlich auch die unermüdliche Aufklärungsarbeit der True Sale Initiative dazu beigetragen, der Verbriefungsbranche eine Plattform zu erhalten und den Gesprächsfaden zur Bundespolitik, zur Bundesbank und der EZB nicht abreißen zu lassen. Wenn sich die deutsche Verbriefungsszene dieser Tage auf dem TSI-Kongress in Berlin trifft, dann sind die Aussichten auf eine Revitalisierung des Marktes viel besser als in den vergangenen Jahren.

Zu verdanken ist das in erster Linie den konkreten Vorschlägen, mit denen über eine Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes nachgedacht wird und die sich auch in Beiträgen dieses Heftes widerspiegeln. Es ist eben nicht mehr nur das allgemeine Bekenntnis zur Verbriefung, mit dem schon in den vergangenen Jahren Banker wie Politiker aufgetreten sind, sondern es wird mittlerweile auf vielen

Ebenen ganz konkret an Revitalisierung des Marktes gearbeitet. Gerade der ganzheitliche Ansatz bei der regulatorischen Behandlung von ABS wie ihn EZB-Direktoriumsmitglied Yves Mersch von Aufsicht, Politik und Standardsettern einfordert, gibt der Verbriefungsbranche die realistische Chance auf ein Level Playing Field, das sie in den vergangenen Jahren immer wieder angemahnt hat. Sehr dezidiert ist auch sein Vorschlag nach einer verbesserten Transparenz sowie einer stärkeren Standardisierung von ABS-Produkten. Und nicht zuletzt geht sein Appell sehr direkt an die Ratingagenturen, ihre Bewertungsmethoden für ABS oder RMBS-Transaktionen zu überdenken. Weil all diese Anregungen und Erkenntnisse mit teils praxisnahen Beispielen und Analysen belegt sind, bieten sie zudem eine gute Basis für das Feilen an den Details. Nicht explizit erwähnt wird in diesem Zusammenhang das geplante Ankaufprogramm der EZB für Verbriefungen. Will die Notenbank dieses Instrument mit dem Ausplatzen von Risiken verknüpfen, wird sie bei der konkreten Ausgestaltung Qualitätskriterien für die übernommenen Papiere formulieren müssen, sonst könnte die angepeilte Imagekorrektur für das Verbriefungsinstrument leicht verfehlt werden.

Dass die Europäische Zentralbank es nicht bei einer Analyse der Rahmenbedingungen und grundlegenden Sympathiebekundungen für den ABS-Markt belassen hat, zeichnet Fernando Gonzalez in seinem Beitrag nach. Schon seit dem Jahre 2009, so wird deutlich, hat die Notenbank an einer verbesserten Transparenz der europäischen Kreditmärkte gearbeitet. Im Jahr 2012 sieht sie mit Blick auf die ABS-Märkte mit dem European Data Warehouse einen ganz entscheidenden Schritt in diese Richtung schon vollzogen. Und bis zum Jahre 2017 will man unter Nutzung der vorhandenen Datengrundlagen aus den nationalen Notenbanken ein allgemeines europäisches Kreditregister auf den Weg bringen.

Beistand in Richtung eines High-Quality-Standards für Verbriefungen kommt auch aus dem Bundesfinanzministerium. Michael Meister betont dabei als besonderen Charme des Verbriefungsinstrumentes die Möglichkeit, kleine und mittlere Unternehmen über die Verbriefung als Bindeglied zwischen Kredit- und Kapitalmarkt einzubinden und damit der Realwirtschaft eine breitere Investorenbasis zu sichern. In diesem Sinne skizziert er die Grundzüge eines Konzeptes für „Hochqualitätsverbriefungen“ und bekennt sich mittelfristig zu dem Ziel „eine allgemeine, grundsätzlich intersektoral verbindliche – also sowohl für Banken und Versicherungsunternehmen, wie auch für Asset Manager geltende – europäische Verbriefungsregulierung zu schaffen, die als Grundlage für alle sonstigen sektoralen/intersektoralen Regulierungsvorhaben dient“.

Sparkassen

Prognoseschau

Nach Entschuldigungsformeln zu suchen, ist eigentlich nicht die Sache von Gerhard Grandke. Von seiner Grundkonstellation neigt der Präsident des Sparkassen- und Giroverbandes Hessen-Thüringen eher zu einer offensiv ausgerichteten und bisweilen kontrolliert angriffslustigen Tonlage. Doch mit Blick auf die zur Halbjahresmitte übliche Darlegung der Planungsrechnung seiner 50 Sparkassen im Verbandsgebiet hat er sehr wohl registriert, dass es ein wenig erklärungsbedürftig ist, seit Jahren auf die Gefahren des Niedrigzinsniveaus hinzuweisen und dann doch immer wieder passable Ergebnisse zu präsentieren.

Diesem bewährten Muster konnte er allerdings auch dieses Mal wieder folgen. Er verwies einmal mehr auf die deutlichen Spuren, die das anhaltend niedrige Niveau der Zentralbankzinsen auf die Betriebsergebnisse seiner Sparkassen haben könnte. Aber angesichts seiner Einschätzung dieses Zinszenarios als eher langlebiges Phänomen gibt er sich für seine kommenden Amtsjahre recht entspannt. Für das laufende Jahr legen die Zwischenergebnisse des ersten Halbjahres und die weiteren Indikationen für das dritte Quartal 2014 ohnehin schon nahe, dass die Sparkassen in Hessen und Thüringen mit einem Betriebsergebnis nach Steuern von gut einer Milliarde Euro wieder den Vorjahreswert erreichen oder gar noch übertreffen. In jedem Falle fügt er aus heutiger Sicht das Geschäftsjahr 2013 der SGVHT-Sparkassen schon in den Reigen der vergangenen Abschlüsse ein, die allesamt den Ortsbanken Raum für eine Aufstockung der Kapitalreserven gelassen haben.

Als zunehmend bedrohlich stuft der SGVHT-Präsident freilich die Nebenwirkungen der Krisenmedizin ein. Allgemein äußert er dabei seine Bedenken gegen eine Subventionierung neuer Schulden durch niedrige Zinsen. Als konkrete Fehlentwicklungen des niedrigen Zinsniveaus skizziert er den fehlenden Reformdruck auf einige südeuropäische Krisenstaaten, mögliche Fehlallokationen durch mittlerweile längst nicht mehr risikoadäquate Renditeunterschiede auf den Märkten für europäische Anleihen sowie die Gefahr einer Vermögenspreisblase, auch im deutschen Immobiliensektor. In diesem letzten Punkt orientiert sich seine Sichtweise zwar an den wachsamem, aber noch nicht generell bedrohlich klingenden Analysen der Deutschen Bundesbank. Seinen eigenen Sparkassen legt er aber nahe, bei der Weiterentwicklung ihres Immobiliengeschäftes die Lage und die demografische Entwicklung ihrer jeweiligen Geschäftsgebiete gründlich im Auge zu haben.

Eine wachsende Gefahr von Niedrigzinsen als Normalzustand sieht Grandke auch in den damit einhergehenden Strukturverschiebungen im Einlagen- und im Kreditgeschäft. Während die täglich fälligen Gelder bei den hessischen und thüringischen Sparkassen inzwischen weit über die Hälfte der gesamten Kundengelder ausmachen, haben die langfristigen Darlehen mit einer Laufzeit von über fünf Jahren mittlerweile einen Anteil von 87 Prozent erreicht. Um die Zinsänderungsrisiken dieser kurzlaufenden Einlageseite mit der langen Aktivseite in Einklang zu bringen, haben die Sparkassen wie schon in den vergangenen Jahren Zinsderivate eingesetzt. Lag das negative Zinsergebnis aus Derivaten zum Ausgleich der Fristigkeiten im Jahr 2006 noch bei 21 Millionen Euro, ist es 2013 auf 179 Millionen Euro angestiegen.

Bemerkenswert unspektakulär waren die von Grandke aktiv angesprochenen sparkassenpolitischen Themen. Kurz vor der entscheidenden Phase der Veröffentlichung von Stresstest und Bilanzprüfung macht sich der SGVHT derzeit offenbar keine sichtbaren Sorgen um das Abschneiden seiner Landesbank. Zwar hat die angesprochene Kooperation der Helaba mit den 25 Großsparkassen und der Bank of New York Mellon im Bereich der Außenhandelsfinanzierung durchaus das Potenzial zu bundesweiter Relevanz (siehe Leitartikel). Doch die beiden anderen Themen zeugen zumindest derzeit von beherrschbarem Handlungsdruck. Das gilt für die geäußerte Zuversicht, das Filialnetz seiner Sparkassen als atmendes System auch im Zeitalter der Digitalisierung auf ein wettbewerbsfähiges Niveau zu bringen, ebenso wie für die Vollzugsmeldung, die Belastungen aus der LBB-Beteiligung weitgehend verkraftet zu haben.

Völlig entspannt wirkt der Präsident gleichwohl nicht. Bei aller Zuversicht mit Blick auf die Helaba ist ihm irgendwie anzumerken, dass mit der Veröffentlichung der EZB-Ergebnisse in den kommenden Wochen auch beim SGVHT durchaus wieder größere sparkassenpolitische Themen von bundesweiter Relevanz aufgerufen werden könnten.

Wertpapierverwahrer

KAS Bank: Drängen auf den deutschen Markt

Die niederländische KAS Bank ist dieser Tage mit der Ankündigung an die Öffentlichkeit gegangen, in der Wertpapierverwahrung von Pensionsvermögen in Deutschland Marktführer werden zu wollen. Bisher ist das Kreditinstitut hierzulande vor allem durch seine Partnerschaft mit der DWP Bank als

Marktteilnehmer in die Wahrnehmung der Bankenbranche getreten. Zur Erinnerung: Ziel der KAS-Zusammenarbeit mit dem deutschen Wertpapierabwickler war es, in Holland für Großbanken in der Wertpapierabwicklung tätig zu werden. Dabei sollte die DWP ihre Expertise im Bereich der Privatkunden beisteuern, die KAS ihr Know-how bei den Institutionellen. Bei der DWP Bank wurden die europäischen Expansionspläne bekanntermaßen auf Betreiben der Eigner zurückgestutzt, sie hat sich aus dem Vertrag mit den Niederländern herausgekauft: Für das erste Halbjahr 2014 weist die KAS Bank einen Netto-Ertrag von 15 Millionen Euro aus der Entschädigung durch die DWP Bank aus. Die Kooperation im deutschen Markt läuft (noch?) weiter, die KAS Bank liefert der DWP Bank bestimmte Dienste im Bereich ihres Global Network Management.

Nun konzentrieren sich die Niederländer, deren deutsche Niederlassung gerade von Wiesbaden nach Frankfurt umgezogen ist, hierzulande auf ein spezielles Marktsegment, in dem sie sich in ihrem Heimatland bereits als Marktführer sehen: Als Verwahrstelle für Pensionsvermögen der betrieblichen Altersvorsorge (bAV) weist die KAS Bank in den Niederlanden mit einem verwahrten Vermögen in Höhe von 360 Milliarden Euro einen Marktanteil von rund 33 Prozent aus. Traditionell haben Pensionsfonds dort eine stärkere Bedeutung als in Deutschland. Das Pensionsvermögen (bAV) macht etwa 170 Prozent des Bruttoinlandsproduktes aus, in Deutschland sind es 14 Prozent. Zum Dezember 2013 betrug es in absoluten Zahlen in den Niederlanden zirka 985 Milliarden Euro, in Deutschland waren es 369 Milliarden Euro. Zielgruppe der KAS Bank auf dem Bundesgebiet sind mittelständische Pensionskassen und Versorgungseinrichtungen mit Pensionsvermögen in einem Umfang zwischen 200 Millionen Euro und drei Milliarden Euro. Insgesamt kommen etwa 330 Firmen als Kunden für die Bank infrage, unter diesen möchte sie einen Marktanteil von zunächst zehn Prozent erreichen. So stehen als Zielgröße also zunächst 33 Unternehmen beziehungsweise rund 24 Milliarden Euro im Fokus. Bisher hat sie zwei entsprechende Firmen als Kunden gewonnen.

Mit dieser Ansage treten die Holländer gegen große globale Verwahrer wie BNP Paribas, BNY Mellon oder State Street an, die als Generalisten arbeiten. Die KAS Bank sieht sich hingegen als Spezialistin in ihrem Bereich, insbesondere deshalb, weil die regulatorischen Anforderungen an Pensionsvermögen in den Niederlanden sehr hoch sind. Mit ihren an diese Transparenzanforderungen angepassten Systemen verspricht sie deutschen Pensionskassen einen Mehrwert für das Berichtswesen und die Steuerung ihrer Vermögen. Zudem bietet sie ihren Kunden Kostentransparenz an, beispielsweise indem die Leistungen verschiedener Asset Manager

verglichen und eingeordnet werden. Mit diesen Zusatz-Services hofft die Bank zusätzlich zum Verwahrgeschäft Geld verdienen zu können. Auf den deutschen Altersvorsorgemarkt sieht sie erhebliche Umwälzungen zukommen, die insbesondere getrieben werden von einer erhöhten Notwendigkeit zur betrieblichen und privaten Vorsorge. Bis dieser Umbruch freilich stattfindet, ist sie ein weiterer Teilnehmer im Verdrängungswettbewerb der Anbieter.

Firmenkunden

Kalkuliertes Risiko

Der Anlagebedarf der mittelständischen Bankkunden in Deutschland bleibt hoch. Mehr als die Hälfte dieser Unternehmen fragt Kapitalanlage nach – im Durchschnitt für Beträge von rund 2,7 Millionen Euro. So lautet das erste Kernergebnis einer Studie, die die Fachhochschule des Mittelstandes in Bielefeld gemeinsam mit der Commerzbank durchgeführt hat. Das zweite – und wesentlich bemerkenswertere – Ergebnis folgt: Zwar steht die „Sicherheit des Emittenten“ wie schon seit Jahren bei den Anlagekriterien an erster Stelle. Ihre relative Bedeutung gegenüber anderen Merkmalen nimmt aber ab. Die „hohe Verzinsung“ hat hingegen als Anspruch deutlich aufgeholt. Korrelierend hierzu hat die Erwartung an die Mindestverzinsung für das eingesetzte Kapital zwischen 2013 und 2014 von 1,83 Prozent auf 2,83 Prozent zugenommen – wohlgermerkt in einem Umfeld historisch niedriger und zudem weiter sinkender Zinsen.

Dass sich diese gewünschte Rendite mit vor allem sicherheitsorientierten Anlageformen nicht erreichen lässt, diese Erkenntnis ist aber nach Wahrnehmung der Commerzbank bei den Mittelständlern durchaus angekommen. In der Umfrage zeigte sich denn auch, dass die Firmen 2014 gegenüber dem Vorjahr beispielsweise vermehrt in Fondsanlagen investieren. Unter den Anlageinstrumenten, in denen Mittelständler gegenwärtig investiert sind, haben insbesondere die Rentenfonds von 17 Prozent auf 42 Prozent zugelegt, die gemischten Fonds von 10 auf 31 Prozent. Für die Kreditwirtschaft ist das sicher eine positive Entwicklung. Denn wenn bei den Kunden die Schlussfolgerung reift, dass sie über die bewährten Anlageformen Festgeld beziehungsweise Termineinlagen hinausgehen müssen, um ihre Renditechancen zu erhöhen, dann kann an dieser Stelle eine qualifizierte Beratung ansetzen. Die am stärksten vertretenen Anlageformen bei den Mittelständlern bleiben freilich eben jene Sichteinlagen (86 Prozent) und Festgeld/Termineinlagen (82 Prozent). Gleichzeitig

stellen die Studienautoren aber auch fest, dass die Unternehmen dieser Tage den Liquiditätsbedarf noch genauer planen und damit ihren Anlagehorizont verlängern. Kurzfristig vorgehalten werden meist nur noch die Mittel, die für Realinvestitionen konkret eingeplant sind. Alles in allem sind das also aus Sicht der Banken positive Tendenzen für das derzeitige Anlagegeschäft mit mittelständischen Kunden.

Weitere Umwälzungen in dem Geschäftsbereich deuten sich aber in der Studie ebenfalls bereits an. Zwar bleibt für insgesamt 80 Prozent der Mittelständler die Beratung wichtig, gleichzeitig steigt aber auch die Online-Affinität der Firmenkunden. 80 Prozent wickeln bereits heute ihren Zahlungsverkehr auf elektronischem Wege ab, die Anlage von Tages- oder Termingeldern über den Online-Kanal ist ebenfalls weit verbreitet: 46 Prozent legen Tagesgelder schon online an, 25 Prozent können sich das vorstellen, 34 Prozent der Mittelständler legen Termingelder online an und für 29 Prozent ist diese Vorgehensweise durchaus denkbar. Und selbst die Bereitschaft, auch komplexere Produkte online abzuschließen, steigt. 17 Prozent kaufen oder verkaufen Direktanlagen auf elektronischem Weg, 29 Prozent schließen das nicht aus. Nimmt man diese Tendenz mit der Aussage zusammen, dass den Unternehmen bei der Anlageberatung die Unabhängigkeit von einzelnen Anbietern signifikant wichtiger ist als in den Vorjahren, sollte das die Letzteren zumindest aufhorchen lassen.

Geldpolitik

Houston! In the blind!

Die Makroökonomie macht zunehmend einen Eindruck von Hilflosigkeit – ohne es sich oder der Politik bislang einzugestehen: Kurz vor dem diesjährigen Jackson Hole Symposium der Zentralbanker wurde eine Aufsatzsammlung unter dem Titel „Secular Stagnation/Facts, Causes and Cures“ veröffentlicht.¹⁾ Larry Summers, der den Terminus 2013 wieder in Umlauf gesetzt hatte, übernahm ihn bewusst und explizit von Alvin Hansen, dem berühmten Keynes-Verdeutlicher. Das ist eher bizarr. Denn was Summers in seiner untrüglichen Intuition erspürt hatte, hat mit Konjunkturzyklis gar nichts zu tun. Warum daher geldpolitische Maßnahmen oder fiskalisches Defizit Spending bei strukturell bedingten Wachstumshindernissen Abhilfe zu schaffen geeignet sein sollen, ist unplausibel.

Nicht unähnlich war dann der Ablauf des Jackson Hole Symposiums, wohlgermerkt einer Veranstaltung für Zentralbanker aus aller Welt, die sich in

diesem August ausgerechnet das Thema „Re-evaluating labor-market dynamics“ gewählt hatten,²⁾ zu dem sie allenfalls etwas zu sagen hätten, wenn es einen belegbaren, weiter wirksamen funktionalen Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Beschäftigung beziehungsweise Wachstum gäbe. Es traten anerkannte Arbeitsmarktexperten auf, welche auf die brutalen Auswirkungen der Demografie hinwiesen, unter anderem auf die strukturverändernden Auswirkungen des technischen Fortschritts (mehr Zeitarbeit, mehr Jobs mit Projektcharakter statt Karrieren fürs ganze Arbeitsleben). Diese Einsichten haben in die Modelle der Makroökonomien bisher aber keinen Eingang gefunden. Als gegen Ende des Symposiums namhafte Zentralbanker ein Fazit zu „Labor Markets and Monetary Policy“ zu ziehen versuchten, konnten sie nur recht lahm konstatieren, dass die alten Hebel wie die Phillips-Kurve nicht mehr wirken. EZB-Präsident Mario Draghi war allerdings intellektuell redlich genug, darauf hinzuweisen, dass der Wachstumsstau primär strukturelle Ursachen habe, welche die EZB und auch ein bloßes fiskalisches Defizit Spending nicht beheben könnten, und er durch monetäre Erleichterungen allenfalls Zeit für geeignete Strukturreformmaßnahmen der Politik kaufen könne.

In einem Kommentar vom 25. August, also kurz nach Jackson Hole, sah sich Pimco Ex-Chef Mohamed A. El-Erian an den Weltraum-Thriller „Gravity“ erinnert, in welchem die Astronautin mit dem Notruf „Houston! In the blind!“ der Bodenstation zu signalisieren versucht, dass die Kommunikation zusammengebrochen ist. Gleichwohl, so El-Erian, bewegen sich die Märkte weiter so, „as if central bankers had all the answers needed.“³⁾ Das heißt, dass sich die Aktienmärkte – wenn auch mit zunehmender Volatilität aufgrund der Ukraine-Krise und anderer geopolitischer Risiken – weiter stramm nach oben bewegen. Was passiert, wenn absehbar wird, dass sich Fed und Bank of England in der entgegengesetzten Richtung zur EZB bewegen müssen, ist ein Thema, an das weder die Märkte noch die Politik erinnert werden möchten.

Der vom nicht immer besonders originellen Zeitgeist bei dieser grundsätzlichen Orientierungslosigkeit hervorgebrachte Fokus auf Infrastrukturfinanzierungen ist nicht gänzlich abwegig, aber mit den auch in Deutschland dräuenden Strukturproblemen kommt man damit nicht weiter. Vielleicht empfiehlt sich eine Denkpause größerer intellektueller Demut bei den Mächtigen-Physikern in der Zunft der Ökonomen.

Michael Altenburg, Luzern

Fußnoten: ¹⁾ Download unter: <http://www.voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook>

²⁾ Download der Symposium Proceedings unter: <http://www.kc.frb.org/publications/research/escp/escp-2014.cfm>

³⁾ Siehe: <http://www.bloombergview.com/articles/2014-08-25/what-made-this-summer-different>