



## REGULATORIK FÜRS FINANZSYSTEM TEMPORÄRE ERLEICHTERUNGEN UND LANGFRISTIGE HERAUSFORDERUNGEN

Euro 16,00

**Adieu Gratiskultur** Banken drehen an der Gebührenschaube

**Corona I** Die Pandemie kann auch ein Weckruf sein

**Corona II** Haben sich Banken zu früh gefreut?

THEMENSCHWERPUNKT



**TSI Congress**  
Where the community meets!

» Wenige Besucher am Veranstaltungsort, und die große Masse verfolgt Events weiterhin virtuell am Rechner. «



## Events bald nur noch hybrid?

Liebe Leserin, lieber Leser,

wenn ich im Frühjahr noch gehofft hatte, dass sich der „Corona-Spuk“ in der zweiten Jahreshälfte langsam auflösen würde, so wurde ich in den letzten Wochen eines Besseren belehrt. Eine baldige Rückkehr zu unserem alten Leben scheint durch erneut steigende Infektionszahlen – in Deutschland wie auch im Rest der Welt – wieder in weite Ferne gerückt.

Distanz, „Homeoffice“ und virtuelle Veranstaltungen werden wohl noch lange unseren Alltag in dem bestimmen, was sich als New Normal durchzusetzen scheint. So auch in Berlin, beim jährlichen Kongress der Verbriefungsindustrie. Kommen in sonstigen Jahren weit über 700 Gäste zur Veranstaltung unseres Medienpartners TSI, wird die Zahl der Anwesenden in diesem Jahr deutlich niedriger liegen. Die übrigen Gäste werden den hybriden Kongress am 1. und 2. Oktober am heimischen Rechner oder im eigenen Büro verfolgen können.

Eine Konstante bleibt aber: Wie gewohnt, werden unsere Leser auch in diesem Jahr eine Auswahl der Themen des Kongresses vorab in „die bank“ finden. Im aktuellen Heft beschäftigen sich die Autorinnen und Autoren unter anderem mit den Auswirkungen der Corona-Krise auf die Banken- und Kapitalmarktfinanzierung von Unternehmen und mit den Regulierungsvorhaben für Unternehmen. Dass der Regulator zeitweise Erleichterungen für das Finanzsystem bereithält und welche dies sind, erläutern Dr. Annika Sattler und Reinhold Vollbracht von der Bundesbank, weisen

aber zugleich darauf hin, dass die langfristigen Herausforderungen nicht leichter werden. Wie sieht es derzeit bei den Krediten aus? Der Einfluss von Covid-19 sei hier bereits spürbar, sagt beispielsweise Dr. Christian Thun, und untermauert seine Aussage mit aktuellen Zahlen aus den Quellen des European DataWarehouse, dem Securitisation Repository des Eurosystems.

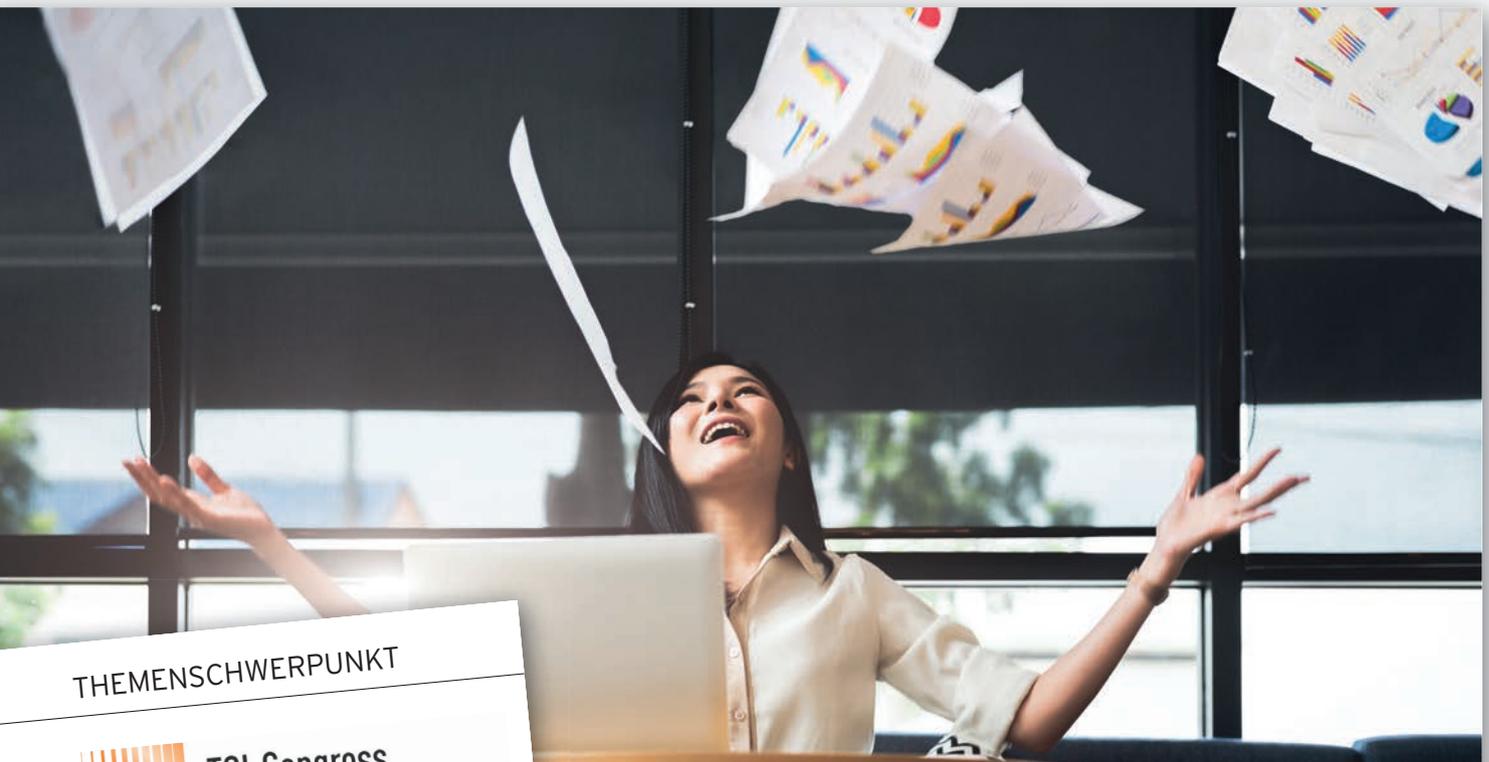
Breiten Raum nehmen auch in der Verbriefungsindustrie derzeit „grüne Themen“ ein, wie etwa die bekannten 17 Sustainable Development Goals der Vereinten Nationen. Natürlich hat die Covid-19-Pandemie Europa und die Welt unvorbereitet getroffen, und entscheidend ist, wie man mit den großen Herausforderungen umgeht. Das deutsche Corona-Konjunkturprogramm in Höhe von 130 Mrd. € soll nicht nur die in Mitleidenschaft gezogene Wirtschaft wieder ankurbeln, sondern orientiert sich auch am Klimaschutz und der Förderung von Zukunftstechnologien. Das Bundesfinanzministerium stellt dafür insgesamt 50 Mrd. € bereit – und auf diese Weise könne die Pandemie auch zu einem Weckruf werden, schreiben Dr. Stefan Bund und Katharina Stitzl.

Wie auch immer Sie persönlich mit den aktuellen Herausforderungen leben müssen – bleiben Sie gesund!

Herzliche Grüße

Ihre

*Anja U. Kraus*



## THEMENSCHWERPUNKT



**TSI Congress**  
Where the community meets!

- 08 Regulatorische Maßnahmen für ein stabiles Bankensystem - Finanzsystem 2020 ff.: Temporäre Erleichterung und langfristige Herausforderungen**  
REINHOLD VOLLBRACHT | ANNIKA SATTLER
- 12 Einfluss von Covid-19 bereits spürbar - Auswirkungen der Pandemie auf Performance der Verbriefungstransaktionen**  
CHRISTIAN THUN
- 18 Inflationsausblick - Warum die Pandemie den Disinflationsdruck erhöht**  
OLIVER RAKAU
- 24 Finanzmarktregulierung und Mittelstandsfinanzierung - Zwischen Transformation und Adaption**  
HORST GISCHER | CHRISTOPH KASERER
- 30 Auswirkungen der Konjunkturprogramme auf ESG und Sustainable Finance - Die Pandemie kann auch ein Weckruf sein**  
STEFAN BUND | KATHARINA STITZL
- 34 Interview mit MdB Michael Theurer - Im Zukunftsmarkt Green Finance spielt die EU eine Führungsrolle**  
MONIKA BEYE
- 36 Chancen und Risiken durch den Umbruch? Digitale Geschäftsmodelle und ihre Finanzierung**  
DIETMAR HELMS
- 40 Die Unvollendete - Jetzt die Verbriefungsregulierung in der EU nachbessern**  
JAN-PETER HÜLBERT
- 44 Kommentar zur Verbriefungsregulierung - Eine kleine Welt, in der für die große geprobt wird?**  
MICHAEL WELLER | HARTMUT BECHTOLD



# 48

## Ende der Gratiskultur

Immer mehr Geldhäuser führen Negativzinsen für Guthaben auf Tagesgeldkonten ein oder erhöhen die Gebühren für die Kontoführung oder das Abheben von Bargeld am Geldautomaten. Die Coronavirus-Pandemie hat diesen Trend noch einmal verstärkt.



# 60

## Beirat im Mittelstand

Ein etablierter Beirat kann Geschäftsführung und Gesellschafter dabei unterstützen, mittelständische Unternehmen auf strukturelle Anpassungen bei Kundenverhalten oder Produktion neu auszurichten. Der Beirat verschafft hier eventuell sogar einen Wettbewerbsvorteil.



# 72

## Geldanlage per Blockchain

Blockchain und Kryptowährungen wie Bitcoin stoßen in der Finanzbranche auf großes Interesse. Die Frage ist, wie weit die Blockchain-Technik ins Tagesgeschäft der Kapitalmärkte vorgedrungen ist. Unsere Autoren machten einen Selbstversuch.

## MARKT

### 48 Vom Ende der Gratiskultur - Wenn Banken an der Zins- und Gebührenschaube drehen

CARMEN MAUSBACH

## MANAGEMENT

### 54 Corona-Krise - Haben sich die Banken zu früh gefreut?

JAN F. WAGNER

### 58 Interview - Volksbanken können Auswirkungen von Corona gut bewältigen

JAN F. WAGNER

### 60 Mittelständische Familienunternehmen - Wie der Beirat zum relevanten Wettbewerbsvorteil werden kann

MICHAEL SCHLEEF

### 64 Sustainable Finance - Die Zukunft der gesamten Finanzwirtschaft in einem Begriff

THOMAS SCHULZ

## DIGITALISIERUNG

### 68 Blockchain - Verwahrstellen garantieren bewährtes Sicherheitsniveau

ANJA SCHLICK

### 72 Private Geldanlage per Blockchain - Ein teurer Selbstversuch

THOMAS REICKS | SIMON BARG | NIKOLAI BALANTSEV

## RUBRIKEN & SERVICE

03 Editorial

06 News & Trends

78 Personalien

80 Bücher

81 Impressum

## BERUF & KARRIERE

### 76 Der Ton macht die Musik - Wenn Worte Sand ins Getriebe streuen

HARTMUT VOLK

# Finanzsystem 2020 ff.: Temporäre Erleichterung und langfristige Herausforderungen

Wie sich die ökonomische Lage aufgrund der Corona-Krise in den nächsten Monaten entwickeln wird und was das für die Banken bedeutet, ist unsicher. Aber unsere Autoren halten die Situation für soweit stabilisiert, dass sie ein erstes Resümee wagen und vorsichtig nach vorne schauen. Sie beschäftigen sich mit den folgenden Fragen: Wie sind die deutschen Kreditinstitute in die Krise gegangen? Was tut die Aufsicht, damit die Institute stabil bleiben und auch in Corona-Zeiten weiter Kredite vergeben können? Und welche Themen werden die deutschen Banken nach Corona beschäftigen?



Im Euro-Raum und besonders in Deutschland spielen Banken eine große Rolle in der Finanzierung von Wirtschaft und Privathaushalten. Das wird vor allem in Krisenzeiten deutlich – im Guten wie im Schlechten.

Die Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008 begann mit einer Banken-Insolvenz. Ausgehend von diesen Erfahrungen sind in den letzten Jahren erhebliche Anstrengungen unternommen worden, jede einzelne Bank sowie das Finanzsystem insgesamt widerstandsfähiger zu machen.

Diese Anstrengungen zahlen sich in der aktuellen Corona-Krise aus: Zumindest den ersten durch die Pandemie ausgelösten ökonomischen Schock haben die deutschen Kreditinstitute bisher gut bewältigt. Anders als 2008 waren die Banken diesmal nicht Ursache des Problems, sondern Teil der Lösung: Sie haben die Realwirtschaft weiter mit Krediten versorgt – nicht zuletzt im Zusammenspiel mit umfangreichen staatlichen Hilfsprogrammen.

## 1. Ausgangslage:

### Wie ist das deutsche Bankensystem in die Krise gegangen?

Verglichen mit der Situation 2008/09 sind die über 1500 deutschen Kreditinstitute deutlich robuster in die Corona-Krise gestartet. Auf der Kapitalseite zeigt sich diese gute Ausgangslage zum Beispiel in der harten Kernkapitalquote, die sich in Deutschland von 2006 bis Ende 2019 von gut 8 Prozent auf über 16 Prozent mehr als verdoppelt hat. Damit hielten deutsche Institute über die aggregierten aufsichtlichen Mindestanforderungen hinaus 4,5 Prozentpunkte oder 136 Mrd. € an hartem Kernkapital. Hinzu kommen 3,8 Prozentpunkte oder 114 Mrd. € an hartem Kernkapital, die in den aufsichtlichen Kapitalpuffern gebunden waren und prinzipiell in Krisenzeiten freigesetzt werden können (Kapitalerhaltungspuffer (CCB), Kapitalpuffer für anderweitig systemrelevante Institute (A-SRI-Puffer) und Säule-2-Empfehlung (P2G)).

Gleichzeitig hat sich die Qualität des aufsichtlichen Eigenkapitals mit der Umsetzung der Basel III-Regelungen erheblich verbessert. Auch auf der Liquiditätsseite gingen die deutschen Institute gut gerüstet in die Krise: Ende 2019 lag die durchschnittliche Liquiditätsdeckungsquote (LCR) der deutschen Institute bei circa 165 Prozent.

Hinzu kommt, dass die Aktiva in den Bilanzen deutscher Banken vor der Corona-Krise von guter Qualität waren, nicht zuletzt wegen der sehr guten gesamtwirtschaftlichen Lage. So haben deutsche Banken in den letzten Jahren kontinuierlich Altlasten abgebaut und wiesen mit im Durchschnitt 1,2 Prozent eine der niedrigsten NPL-Quoten (Non Performing Loans) im Euro-Raum auf.

Kapitalausstattung, Liquiditätssituation und Bilanzqualität zu Krisenbeginn können damit zu den Stärken deutscher Institute gezählt werden, auch im europäischen Vergleich. Für die Profitabilität trifft das nicht in gleichem Maß zu. So lag beispielsweise der durchschnittliche RoE (Return on Equity) der signifikanten Institute (SIs) in Deutschland von 2016 bis 2019 im Mittel bei 1,17 Prozent – verglichen mit einem Durchschnitt im Euro-Raum von fast 5,14 Prozent kein guter Wert. Auch wenn die Rentabilität der kleinen und mittelgroßen Institute (LSIs) etwas besser aussieht, dürfte in der Steigerung der Profitabilität auch auf längere Sicht die größte Herausforderung für viele deutsche Institute liegen – und diese wird durch absehbar steigende Risikokosten sowie unter Umständen eine mittelfristig getrübe europäische Konjunktur nicht einfacher.

## 2. Aufsicht in Corona-Zeiten

Die Corona-Krise hat die Bankenaufsicht auch ganz unmittelbar selbst getroffen. Genauso wie bei vielen Kreditinstituten erfolgt die Arbeit seit Monaten wesentlich im Homeoffice. Aber auch jenseits der eigenen operativen Administrati-

on und Logistik haben Aufseher und Regulierer in den letzten Monaten viel Flexibilität und schnelle Reaktionsfähigkeit gezeigt.

### Operative Erleichterungen

Die Aufseher haben bereits kurz nach Beginn der Covid-19-Pandemie in Europa eine Reihe von operativen Erleichterungen beschlossen: Das reguläre Aufsichtsprogramm, zum Beispiel der jährliche SREP, wurde angepasst und stärker fokussiert, Prüfungen wurden ausgesetzt oder, falls möglich, in den Off-Site-Modus überführt. Der EU-weite EBA-Stresstest wurde auf 2021 verschoben und durch eine zielgerichtete Verwundbarkeitsanalyse (Vulnerability Analysis) für die signifikanten Institute ersetzt.

Der LSI-Stresstest findet erst 2022 wieder statt. Meldefristen wurden verlängert, und eine spätere Publikation von Rechnungslegungsunterlagen wird toleriert. Die elektronische Einreichung von aufgestellten Jahresabschlüssen ist temporär ebenfalls möglich.

Im Bereich der MaRisk wurden die einzureichenden Kreditunterlagen reduziert und Formerfordernisse vereinfacht. Zudem ist es nun vertretbar, den Mitarbeiterinsatz zwischen Markt und Marktfolge zu flexibilisieren. Schließlich wurde die Novelle der MaRisk verschoben.

### Flexibilisierung der aufsichtlichen Anforderungen

Zusätzlich zu diesen operativen Erleichterungen haben die bankaufsichtlichen Standardsetzer im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten ebenfalls einige Anforderungen flexibler ausgestaltet.

Bereits im März wurde sowohl signifikanten als auch weniger signifikanten Instituten zugestanden, die Kapital- und Liquiditätspuffer nutzen zu können. Die Aufsicht duldet dazu vorübergehend Verletzungen der Säule-2-Empfehlung (P2G), des Kapitalerhaltungs-

puffers (CCB) und der Liquiditätsdeckungsquote (LCR). Zusätzlich wurde eine Regelung aus der CRD V-Überarbeitung um ein Jahr vorgezogen: Banken dürfen danach die Säule-2-Anforderungen (P2R) auch mit Kapitalinstrumenten erfüllen, die nicht zum harten Kernkapital zählen, nämlich Instrumente des zusätzlichen Kernkapitals oder des Ergänzungskapitals. Zudem wurden die Anstiege von Kapitalanforderungen für Marktpreisrisiken durch die Corona-bedingt höhere Zahl von Value-at-Risk (VaR)-Ausreißern beim Einsatz von Marktrisikomodellen abgebildert.

Im Zusammenhang mit Kreditrisiken muss ein Schuldner nicht zwingend als ausgefallen eingestuft werden, wenn bei einem Kredit Kapitaldienst und Zinsen in Folge der Covid-19-Pandemie gestundet werden. Zudem hat der einheitliche europäische Aufsichtsmechanismus (SSM) den Instituten empfohlen, die Übergangsregeln des internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS 9 anzuwenden. Für die Schätzung erwarteter Kreditverluste sollen Banken innerhalb des Rahmens, den die IFRS bieten, ein größeres Gewicht auf langfristig stabile und auf Erfahrungen der Vergangenheit basierende Einschätzungen legen, die auch die staatlichen Maßnahmen zur Milderung der wirtschaftlichen Folgen berücksichtigen.

Flankiert wurden diese Erleichterungen durch die aufsichtliche Empfehlung an die Institute, auf die Zahlung von Dividenden zu verzichten. Damit soll angesichts der ökonomischen Unsicherheit verhindert werden, dass die Kapitalsubstanz durch Ausschüttungen geschwächt wird und womöglich später dringend benötigtes Kapital aus dem Bankensystem abfließt. Diese Empfehlung wird im Dezember 2020 überprüft.

#### Regulatorische Erleichterungen

Im regulatorischen Bereich wurden auf EU-Ebene zudem einige Sofort-Änderungen der Bankenregulierung (Quick Fix) beschlossen, um die Kreditvergabe von Banken an Unternehmen und private Haushalte zu erleichtern. Damit wurden insbesondere Regelun-

gen der CRR II geändert. Zudem hat die EU-Kommission eine Mitteilung zur Auslegung der Bilanzierungs- und Aufsichtsvorschriften veröffentlicht. Damit soll unter anderem die bereits bestehende Übergangsregelung zur Abmilderung der IFRS-9-Effekte auf das Eigenkapital angepasst werden. Der NPL-Backstop soll temporär zur Berücksichtigung der staatlichen Garantieprogramme angepasst werden. Bei der Leverage Ratio wird die Einführung des Puffers für global systemrelevante Banken (G-SIBs) analog zum Baseler Rahmenwerk verschoben, und Zentralbankguthaben müssen bei der Berechnung der Leverage Ratio nicht mehr berücksichtigt werden.

Auch auf internationaler Ebene wurden Erleichterungen vereinbart: Der Baseler Ausschuss hat beschlossen, die Implementierungsfrist für das Basel III-Reformpaket um ein Jahr auf den 1. Januar 2023 zu verschieben. Entsprechend endet das Phase-In des Output-Floors erst zum 1. Januar 2028. Auch die umfassende Überarbeitung der Handelsbuchvorschriften (FRTB) und die geänderten Säule 3-Anforderungen müssen erst ein Jahr später (zum 1. Januar 2023) umgesetzt sein.

#### Aufgeschoben, aber nicht aufgehoben - Erleichterungen nur temporär

Die zeitlichen Verschiebungen der Basel III-Implementierung sind angemessen und helfen kurzfristig. Das bedeutet aber nicht, dass das Reformpaket inhaltlich aufgeschlüsselt wird. Die Arbeiten zur vollständigen Umsetzung gemäß der internationalen Vereinbarung werden fortgeführt und sind ein wichtiger Beitrag für ein auch künftig stabiles Banken- und Finanzsystem. Damit wird auch der temporäre Charakter der oben genannten Erleichterungen unterstrichen. Dies gilt umso mehr angesichts der Erfahrung, dass die aufsichtlichen Lehren aus der letzten Krise, besonders die Stärkung der Liquidität und der Kapitalbasis, nun positive Wirkung zeigen.

Gute Regulierung trägt wesentlich zur Stabilität des Bankensektors bei – davon profitieren Banken und Unternehmen zurzeit, und das soll auch in Zukunft so bleiben.





Stabilität ist dabei jedoch immer im Kontext der jeweiligen Situation zu beurteilen: Es war richtig, in guten Zeiten Kapital- und Liquiditätspuffer aufzubauen. Dadurch steht den Banken ein Polster zur Verfügung, das sie nun in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nutzen können.

Genau deshalb ist es aber auch erforderlich, die Puffer nach der Krise wieder aufzubauen und so ein Polster für künftige Krisen zu schaffen. Der Aufsicht ging und geht es um ein stabiles Bankensystem – vor, während und nach der Krise. In Regulierung und Aufsicht wird es daher nach dem Corona-Regime eher ein back to normal als ein new normal geben. Darauf sollten die Banken vorbereitet sein.

Die EZB hat für die signifikanten Institute Ende Juli dahingehend Klarheit geschaffen, dass die diversen Erleichterungen zu einem guten Teil zunächst fortgelten. Um eine etwaige Unterschreitung der P2G wiederaufzufüllen, sollen die Banken beispielsweise bis mindestens Ende 2022 Zeit bekommen. Gleichzeitig hat die EZB aber auch betont, dass es eine Rückkehr zum Status vor Corona geben wird. Dies gilt sowohl für den schrittweisen Ausstieg aus den außerordentlichen Kapital- und Liquiditätssentlastungsmaßnahmen als auch für die zu Beginn der Krise ergriffenen operationellen Entlastungsmaßnahmen.

Erste Schritte wie die allmähliche Wiederaufnahme bankgeschäftlicher Prüfungen und die Nachverfolgung von Mängeln aus der TRIM (Targeted Review of Internal Models)-Prüfungskampagne sind bereits angekündigt. Wie schnell die Rückkehr zur Normalität abläuft, hängt dabei maßgeblich von der allgemeinen Entwicklung ab.

### 3. Nach der Krise: Mittel- und langfristige Herausforderungen

In Kreditwirtschaft und Aufsicht wird es nach der Corona-Krise darum gehen, Lehren zu ziehen. Dabei dürfte unter anderem erneut die Frage der Prozyklizität von Bankenregulierung diskutiert werden – wie bereits nach der letzten Krise. Auch sollte analysiert werden, ob es insgesamt neuer Instrumente bedarf oder

ob bestehende Instrumente besser genutzt werden können, zum Beispiel Through-the-Cycle-Perspektiven als Alternative zu Point-in-Time-Ansätzen. Angesichts der noch andauernden Krise bleibt aktuell aber zunächst abzuwarten, ob und in welchem Umfang Regulierungsreformen erforderlich sind.

Daneben bleiben für die Institute all jene Herausforderungen relevant, die auch vor der Corona-Krise schon auf der Tagesordnung standen – teilweise jedoch in akzentuierter Form.

Die Geschäftsmodelle der Kreditinstitute werden sich voraussichtlich noch auf längere Sicht der Herausforderung niedriger Zinsen stellen müssen – und müssen unter Umständen daran angepasst werden. Gleichzeitig dürften einige Bankkunden ökonomisch unter Druck geraten, gerade wenn die Konjunktur in Europa sowie auf wichtigen globalen Absatzmärkten nachhaltig getrübt bleibt. Institutsvorstände sollten sich nicht davor verschließen, auch Kernbestandteile des derzeitigen Geschäftsmodells auf den Prüfstand zu stellen. Konsolidierung kann dabei ein unterstützendes Element sein.

Der Begriff Konsolidierung ist hier jedoch weiter zu interpretieren: Es dürfte für viele Institute nicht nur darum gehen, Filialen zu schließen oder zu fusionieren. Auch einzelne Elemente der Wertschöpfungskette können zentralisiert und so effizienter gestaltet werden. Die aktuelle Krise zeigt einmal mehr, wie wichtig es ist, nicht zu lange zu zögern, sondern Zeiten guter makroökonomischer Umstände zu nutzen.

Auch wenn seit einigen Monaten das Thema Nachhaltigkeit etwas in den Hintergrund gerückt scheint, bleibt es aktuell – mit Chancen für die Banken bei der Finanzierung von Innovationen, aber auch mit Risiken in den Bankbilanzen durch Kredite, die von Klimarisiken betroffen sind. Teilweise könnten sich hier durch Corona bestimmte Trends sogar noch beschleunigen.

Die Krise hat auch bei digitalen Lösungen deutlich aufgezeigt, was heute bereits möglich ist, jedoch ebenso, wo das eigene Institut ge-

gebenfalls noch Aufholbedarf hat. Dies gilt beispielsweise für die Fähigkeit zur schnellen und qualitativ hochwertigen Datenaggregation, insbesondere für Zwecke der Geschäfts- und Szenarioplanung.

### FAZIT

Um zukunftsfähig zu sein, muss eine Bank heute noch mehr als zu Beginn des Jahres an vielen Fronten gleichzeitig kämpfen. Es reicht nicht, nur die aktuellen Corona-Risiken im Blick zu haben. Alte Herausforderungen rund um Profitabilität und Konsolidierung bleiben aktuell, und Digitalisierung und Nachhaltigkeit könnten noch schneller Fahrt aufnehmen als bisher.

Gleichzeitig hat die Corona-Krise gezeigt, dass strenge und ehrgeizige Regulierung als Folge der Finanzkrise von 2008 mit dazu beiträgt, dass Banken stabiler auf krisenhafte Entwicklungen vorbereitet sind. Und die Aufsicht hat gezeigt, dass sie kurzfristig flexibel und mit Augenmaß reagieren kann, um die längerfristige Stabilität der Banken und damit der Wirtschaft sicherzustellen – ein Ziel, das Aufsicht und Banken vereint.

### Autoren



Reinhold Vollbracht ist Bundesbankdirektor in der Zentrale der Deutschen Bundesbank. Er leitet seit 2015 die Stabsstelle SSM-Bankenaufsicht.



Dr. Annika Sattler ist Bundesbankdirektorin in der Zentrale der Deutschen Bundesbank. Sie leitet die Hauptgruppe „Grundsatzfragen der Bankenregulierung und der aufsichtlichen Strategie“.

Die Autoren danken Antonia Fleischmann und Sonja Silverman für ihre Mithilfe bei der Erstellung dieses Beitrags.

EINFLUSS VON COVID-19 BEREITS SPÜRBAR

# Auswirkungen der Pandemie auf Performance der Verbriefungs- transaktionen



Die Covid-19-Pandemie hat in der ersten Jahreshälfte 2020 weite Teile der globalen Wirtschaft zum Erliegen gebracht. Die Einkommensverluste vieler Haushalte führten im zweiten Quartal des Jahres zu einem messbaren Anstieg der Zahlungsrückstände bei Krediten. Viele dieser Kredite finden sich in Verbriefungstransaktionen wieder, deren Performance durch die Folgen der Pandemie in Mitleidenschaft gezogen werden könnte. Unser Autor zeigt anhand der vom European DataWarehouse gesammelten Daten, welche Kreditarten in welchen Ländern und welche Personengruppen von Zahlungsrückständen am deutlichsten und welche weniger betroffen sind.

Die durch das neuartige Virus SARS Cov-2 ausgelöste Atemwegserkrankung trat zum ersten Mal im Dezember 2019 in der chinesischen Metropole Wuhan auf und verbreitete sich von dort über die globalen Handelsrouten zunächst in Asien, dann nach Europa und schließlich bis nach Nord- und Südamerika. Mitte August 2020 waren laut der Johns-Hopkins-Universität in Baltimore/USA mehr als 20 Millionen Menschen weltweit an Covid-19 erkrankt und bereits über 740.000 gestorben. In Europa erkrankten in der ersten Jahreshälfte 2020 ca. zwei Millionen Menschen und etwa 200.000 starben an der neuartigen Krankheit. Länder wie Italien, Spanien, Großbritannien und Frankreich waren dabei von der Pandemie besonders betroffen.

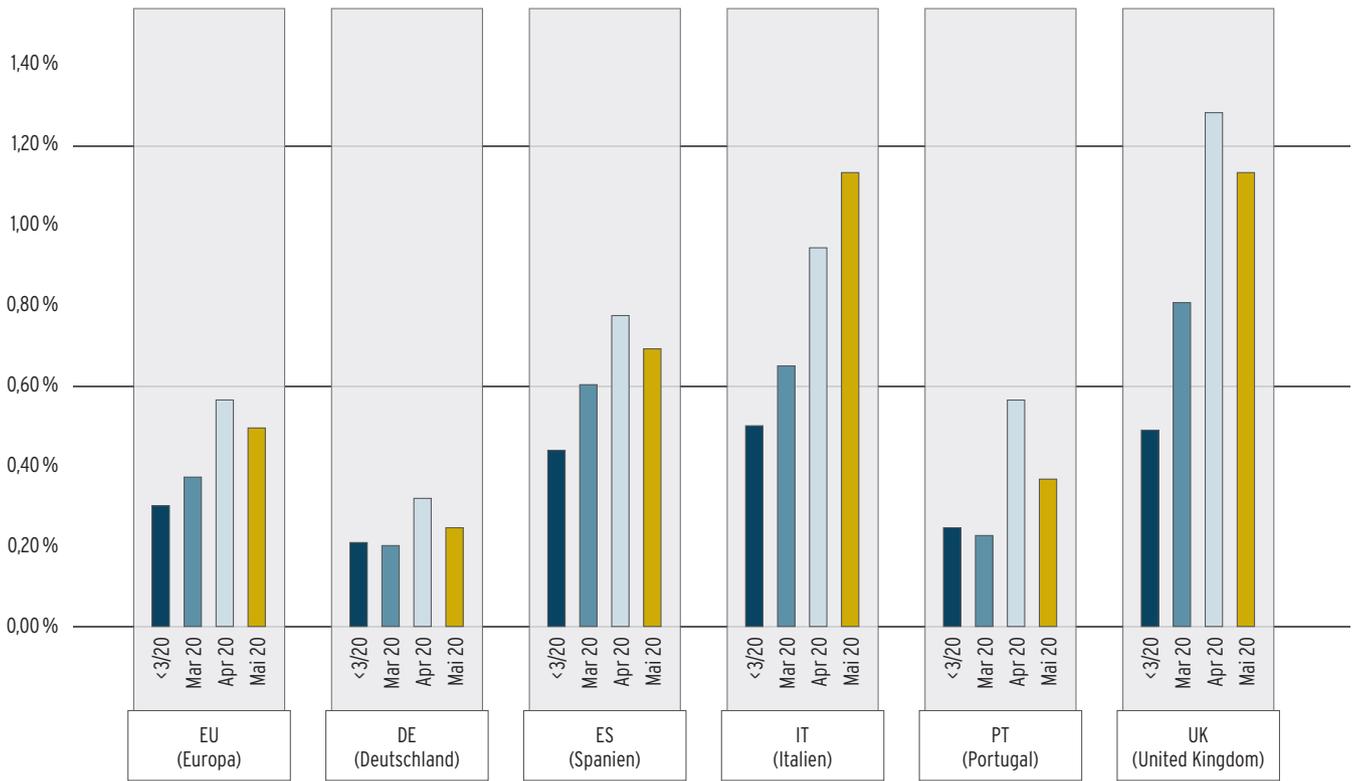
Um die Ausbreitung der Krankheit einzudämmen, reagierten Regierungen und Behörden in zahlreichen Ländern mit Ausgangsbeschränkungen, Kontaktverboten, Grenzschließungen und weitgehender Stilllegung des öffentlichen Lebens (Lockdown). Zahlreiche Betriebe wurden vorübergehend geschlossen und Mitarbeiter freigestellt oder

durch staatliche Maßnahmen wie Kurzarbeit aufgefangen.

Die Arbeitslosenquote in der Eurozone stieg von März 2020 bis Juni 2020 laut Eurostat von 7,2 Prozent auf 7,8 Prozent, d. h. die Zahl der Arbeitslosen nahm in diesem Zeitraum um etwa 830.000 zu. Um drohende Insolvenzen von Unternehmen und Privatpersonen zu vermeiden, die durch den temporären Lockdown ausgelöst worden wären, wurden im Frühjahr 2020 in vielen Ländern der Welt Zahlungsmoratorien unterschiedlicher Dauer (typischerweise drei bis sechs Monate) eingeführt. Dennoch führten die Einkommensverluste vieler Haushalte im zweiten Quartal des Jahres zu einem messbaren Anstieg der Zahlungsrückstände bei Krediten. Viele dieser Kredite dienen als Sicherheit für Verbriefungstransaktionen europäischer Emittenten.

Investoren dieser Verbriefungen stehen vor der Herausforderung, den möglichen negativen Einfluss der Zahlungsrückstände auf die Performance der Verbriefungen einzuschätzen. Hier bietet das European Data-

## 1 | Zuwachs der erstmaligen Zahlungsstörungen bei Autodarlehen



Warehouse, als Securitisation Repository des Eurosystems, die Möglichkeit, auf Informationen von mehr als 1.400 europäischen Verbriefungstransaktionen und auf die Daten von mehr als 80 Millionen Einzelkrediten zuzugreifen.

Das European DataWarehouse (EDW) wurde im Jahr 2012 als Teil der ABS-Loan-Level-Initiative der Europäischen Zentralbank von den führenden Teilnehmern des europäischen Verbriefungsmarkts als Dienstleister gegründet. Es sammelt die Daten der zugrunde liegenden Einzelkredite in europäischen Verbriefungstransaktionen, prüft diese auf Vollständigkeit und Richtigkeit und stellt sie den Investoren kostenfrei zur Verfügung. Mehr als 250 Emittenten melden ihre Daten regelmäßig an das EDW, während auf der anderen Seite ca. 250 Investoren, Ratingagenturen, Zentralbanken etc. diese Daten nutzen.

Die Daten zu den Einzelkrediten werden in von der Europäischen Zentralbank vorgegebenen Daten-Templates einmal pro Quar-

tal bzw. einmal jeden Monat (für Auto-Transaktionen) gemeldet. In diesen Templates werden für jeden einzelnen Kredit anonymisierte Informationen in 50 bis 80 Pflichtfeldern (z. B. Laufzeit, Kreditsumme, Art der Besicherung) erhoben. Diese Informationen versetzen Investoren in die Lage, detaillierte Analysen im Rahmen ihrer Risikobeurteilung vorzunehmen.

### Auswirkungen von Covid-19 auf die Performance

Die Auswirkungen der Pandemie und der damit einhergehenden wirtschaftlichen Folgen lassen sich an der Zunahme von Zahlungsstörungen bei den verbrieften Krediten im zweiten Quartal ablesen. In einer Analyse des European DataWarehouse wurde die Entwicklung der Zahlungsstörungen seit Ausbruch der Pandemie in Europa im März 2020 mit den durchschnittlichen Werten aus den vorhergehenden sechs Berichtsquartalen/-monaten verglichen.





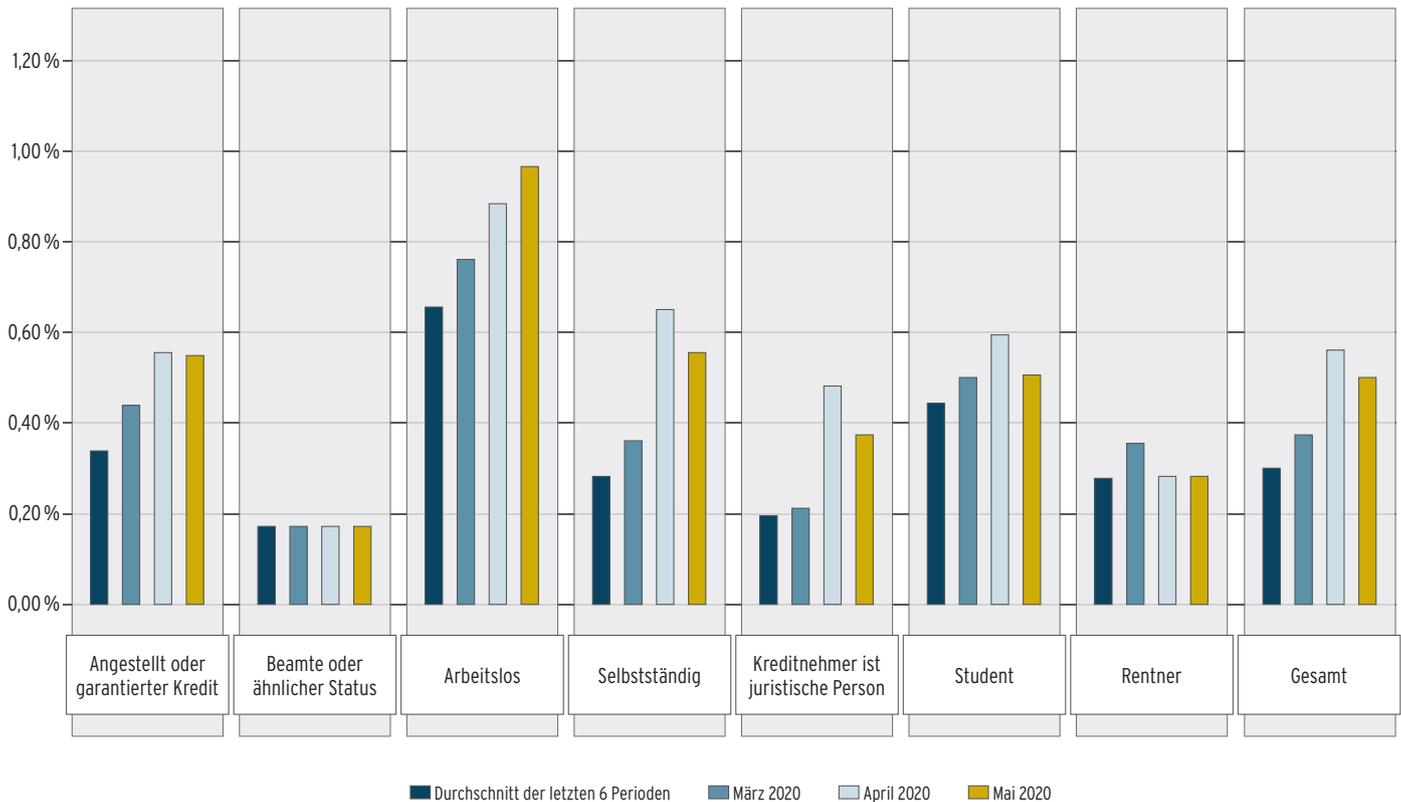
Die Datengrundlage für die Analyse bildeten die gemeldeten Kreditdaten je Verbriefungstransaktion. Dabei ist zu berücksichtigen, dass Verbriefungen von Autodarlehen monatlich melden, während Verbriefungen von Immobiliendarlehen oder Konsumentenkrediten die Performance der zugrunde liegenden Kreditdaten nur einmal pro Quartal aktualisieren. Dementsprechend standen für die Analyse mehr Daten von Autodarlehen zur Verfügung als von anderen Kreditarten.

Die Analyse von mehr als fünf Millionen Autodarlehen zeigte einen deutlichen Anstieg der Zahlungsstörungen in Europa in den Monaten März, April und Mai 2020 im Verhältnis zu dem Durchschnitt der vorgehenden Berichtsperioden. In der Abbildung ► 1 ist für Europa gesamt und für verschiedene Länder der prozentuale Anteil der Autodarlehen dargestellt, der pro Monat als neue Zahlungsstörung gemeldet wurde.

Wie nicht anders zu erwarten, haben die Zahlungsstörungen bei Autodarlehen während der Pandemie europaweit zugenommen. Nach einem Spitzenwert von 0,56 Prozent an ausstehenden Krediten mit neuen Zahlungsstörungen im April 2020 hat sich der Zuwachs im Mai 2020 in Europa auf einem Wert von 0,50 Prozent etwas verlangsamt. Ähnliche Beobachtungen lassen sich auch für einzelne Länder, wie z. B. Spanien, Deutschland oder Großbritannien feststellen. Mit einer Ausnahme: Italien. Entgegen dem Trend wurde in Italien ein weiterer Zuwachs von Autodarlehen mit erstmaligen Zahlungsstörungen auch im Mai beobachtet.

Die Daten-Templates der Europäischen Zentralbank enthalten indes nicht nur Informationen über die Performance einzelner Kredite, sondern auch anonymisierte Informationen über die einzelnen Kreditnehmer.

## 2 | Neue Zahlungstörungen bei Autodarlehen nach Personengruppen



Auf diese Weise konnte in der Analyse untersucht werden, welche Personengruppen vor allem von den wirtschaftlichen Konsequenzen der Covid-19-Pandemie betroffen waren, und ob diese ihren Kreditverpflichtungen nicht mehr pünktlich oder vollumfänglich nachkommen konnten.

Die Abbildung ► 2 zeigt den Anteil an Autodarlehen in Europa mit einer erstmaligen Zahlungsstörung je Monat aufgliedert nach Personengruppen. Diese Gruppen unterschieden sich nach dem Beruf bzw. der Art des Einkommens.

Auf europäischer Ebene zeichnet sich das Bild ab, dass vermehrt jene Personengruppen, die über kein regelmäßiges oder nur ein geringes Einkommen verfügen, zwischen März und Mai 2020 Probleme bekamen, ihre Autodarlehen zu bedienen. Allen voran arbeitslose Personen und Selbstständige, aber auch Studenten und Angestellte zeigten Zuwächse bei den Zahlungstörungen, während Beamte und Rentner seltener betroffen waren.

Als Securitisation Repository des Eurosystems speichert das European Data Warehouse Millionen von Kreditdaten aus mehr als einem Dutzend europäischer Länder. Diese Daten erlauben es dem EDW, im Rahmen seiner Analyse die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie in ausgewählten Ländern detaillierter zu untersuchen.

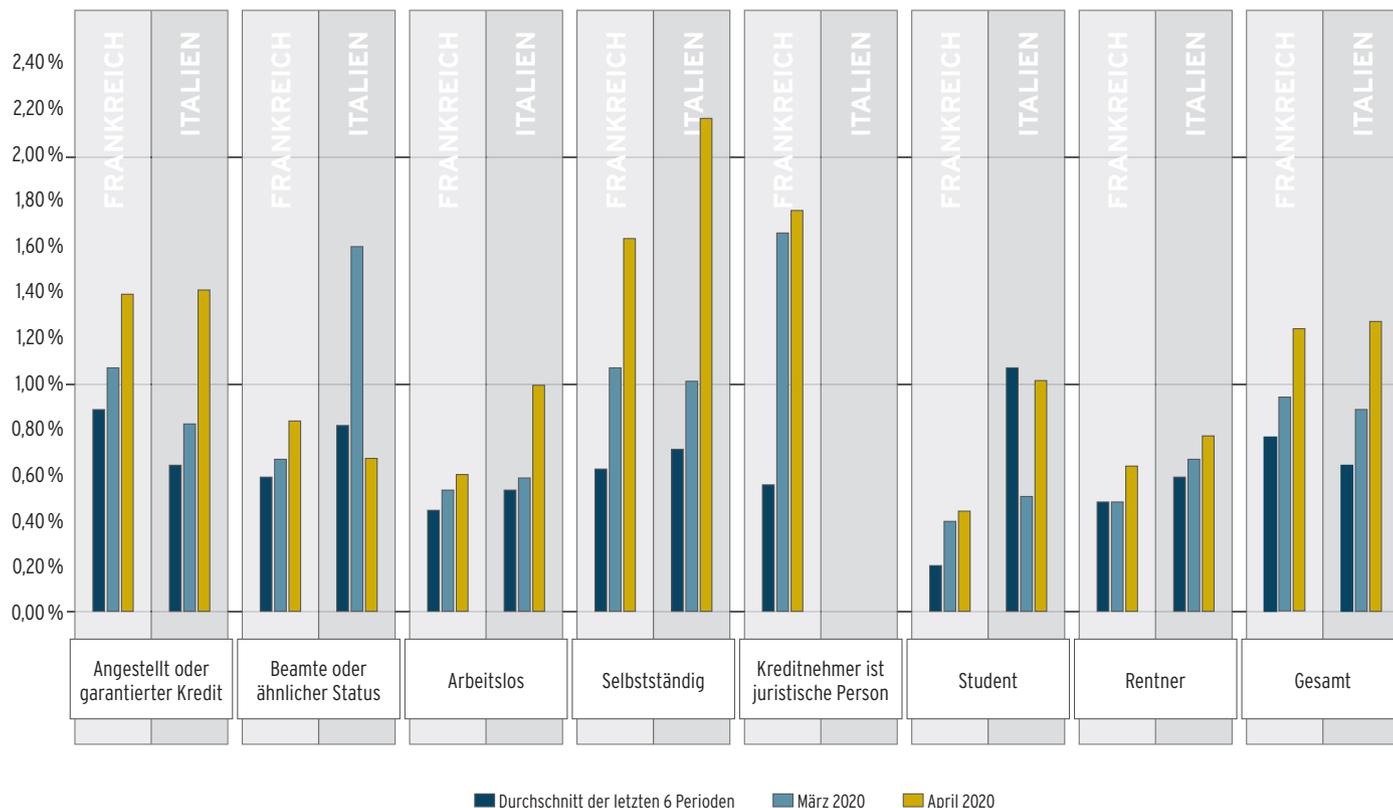
Die Abbildungen ► 3 zeigen die Entwicklung der Zahlungstörungen bei Konsumentenkrediten nach Personengruppen in Frankreich und Italien für die Monate März und April 2020 im Vergleich zu den durchschnittlichen Werten in den vorangegangenen sechs Berichtsperioden.

Insgesamt betrug der Zuwachs an neuen Zahlungstörungen bei Konsumentenkrediten in beiden Ländern im April 2020 etwa 1,25 Prozent und lag damit mehr als doppelt so hoch wie der Zuwachs von Zahlungstörungen bei Autodarlehen auf europäischer Ebene im gleichen Zeitraum (0,56 Prozent). Im Vergleich zu den Personengruppen mit Zahlungstörun-

gen bei Autodarlehen auf aggregierter europäischer Ebene zeichnet sich bei Konsumentenkrediten auf Länderebene indes ein etwas anderes Bild ab. In beiden Ländern waren im März und April 2020 häufiger Selbstständige und Angestellte mit Zahlungsproblemen konfrontiert, während der Zuwachs bei Arbeitslosen oder Studenten deutlich niedriger ausfiel. Ein Grund für diese Beobachtung mag in Kreditvergaberichtlinien liegen, die beiden Personengruppen die Aufnahme von Konsumentenkrediten erschwert.

Die Daten des European Data Warehouse belegen, dass – mit leichten Abweichungen je Kreditart – vor allem Angestellte oder Selbstständige in Frankreich oder Italien deutlicher unter den wirtschaftlichen Folgen der Pandemie leiden, als die Personengruppen mit einem festen Einkommen wie Beamte oder Rentner. Die Gruppe der Arbeitslosen weist niedrigere Werte aus, was indes mit Kreditvergaberichtlinien der Banken begründet werden kann.

### 3 | Neue Zahlungsstörungen bei Konsumentenkrediten in Frankreich und Italien



Die Ergebnisse der Analyse legen nahe, dass die wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie auf die einzelnen Kreditnehmer auch Auswirkungen auf die Performance europäischer Verbriefungstransaktionen haben werden. Indes lässt sich das Ausmaß dieser Entwicklungen zum aktuellen Zeitpunkt noch nicht vollständig abschätzen, da viel von dem weiteren Verlauf der Pandemie, von der wirtschaftlichen Erholung in Europa und dem Auslaufen staatlicher Zahlungsmoratorien abhängt.

**Autor**



Dr. Christian Thun ist seit Januar 2016 Geschäftsführer der European DataWarehouse GmbH in Frankfurt am Main, dem Securitisation Repository des Eurosystems.

**FAZIT & AUSBLICK**

Das European DataWarehouse sammelt und speichert als Securitisation Repository des Eurosystems die zugrunde liegenden Kreditdaten und relevanten Dokumente aus mehr als 1.400 europäischen Verbriefungstransaktionen. Anhand der Daten von mehr als 80 Millionen einzelnen Krediten ist es möglich, die potenziellen wirtschaftlichen Auswirkungen der Covid-19-Pandemie auf die Performance europäischer Verbriefungstransaktionen zu beurteilen. Eine Analyse des European DataWarehouse anhand verbriefter, europäischer Autodarlehen und Konsumentenkredite zeigt, dass vor allem Autodarlehen aus Italien und Großbritannien im zweiten Quartal 2020 zunehmend Zahlungsstörungen aufwiesen und dass in Europa generell wirtschaftlich schwächere Personengruppen wie Arbeitslose und Selbstständige vermehrt Probleme hatten, ihre Kredite pünktlich bzw. vollständig zu bedienen, während Rentner und Beamte seltener betroffen waren.

Wie deutlich die Performance europäischer Verbriefungstransaktionen unter diesen Entwicklungen leiden wird, lässt sich zum aktuellen Zeitpunkt indes noch nicht vollständig abschätzen, da viel von dem weiteren Verlauf der Covid-19-Pandemie von der wirtschaftlichen Erholung in Europa und dem Auslaufen staatlicher Zahlungsmoratorien abhängt.

INFLATIONSAUSBLICK

# Warum die Pandemie den Disinflationsdruck erhöht

Der Ausbruch des neuartigen Coronavirus und die geld- und fiskalpolitischen Reaktionen haben zunehmend Sorgen um steigende Inflationsrisiken aufkommen lassen. Ebenso verschärft die Pandemie aber die starken disinflationären Tendenzen des letzten Jahrzehnts. Der Autor geht davon aus, dass inflationsdämpfende Faktoren deutlich überwiegen und die globalen Zentralbanken ihre Inflationsziele auf absehbare Zeit verfehlen werden.

Es besteht inzwischen ein breiter Konsens darüber, dass auf die globale Rezession keine V-förmige Erholung folgen wird, die zu einer raschen Konvergenz der globalen Wirtschaftsleistung auf ihren Vorkrisenpfad führen wird. Weniger Einigkeit besteht jedoch über die Auswirkungen der Coronavirus-Krise auf die Inflation.

Vier mögliche Inflationsszenarien sind im Großen und Ganzen plausibel. Diese reichen von einer anhaltenden Deflationsperiode bis zu einer langen Periode mit Preissteigerungen, die deutlich über den von den Zentralbanken ausgegebenen Inflationszielen liegen. Unserer Meinung nach ist das wahrscheinlichste Szenario für die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Periode positiver, aber unter

dem Inflationsziel liegender Inflation – eine Wiederholung des letzten Jahrzehnts.

Eine anhaltende Deflation kann nicht ausgeschlossen werden. Wir messen diesem Szenario aber eine relativ geringe Wahrscheinlichkeit bei. Der Covid-19-Schock wird bestehende Schwachstellen der Weltwirtschaft – wie den eingeschränkten konventionellen Spielraum der Geldpolitik, die bereits vor der Krise strukturell geschwächten Inflationstreiber und die niedrigen Inflationserwartungen – noch verstärken. Dies erhöht die reale Schuldenlast und könnte hoch verschuldete Firmen zwingen, ihre Schulden rasch abzubauen, was die Konjunktur weiter ausbremsen würde.

Angesichts der hohen wirtschaftlichen und sozialen Kosten einer solchen Deflationsspirale glauben wir aber, dass die politischen Entscheidungsträger dieses Szenario um jeden Preis vermeiden wollen und sie daher eher zu viel als zu wenig Konjunkturimpulse setzen werden.

Wir halten auch eine Periode mit Preissteigerungen nahe am Inflationsziel oder eine Phase anhaltend hoher Inflation für wenig wahrscheinlich. Angesichts der tiefen Rezession, in der wir uns befinden, ist das Risiko einer deutlich über dem Inflationsziel liegenden Inflation aus unserer Sicht minimal. Der starke Anstieg der öffentlichen und privaten Verschuldung könnte Politiker dazu verführen, die Schulden

„weg zu inflationieren“. Aber eine höhere Inflation ist keine kostenfreie Option, um die Schuldenlast zu mindern, und eine anhaltend hohe Inflation zu erzeugen, ist selbst mittelfristig leichter gesagt als getan.

Insgesamt erwarten wir daher, dass die Coronavirus-Krise die bestehenden disinflationären Trends eher verstärken als umkehren wird. Da sich die Weltwirtschaft jedoch in einer noch nie dagewesenen Situation befindet und die Unsicherheit hoch ist, lohnt es sich, einige der möglichen Kanäle und Mechanismen zu analysieren, die ein stark inflationäres oder deflationäres Szenario begünstigen könnten.

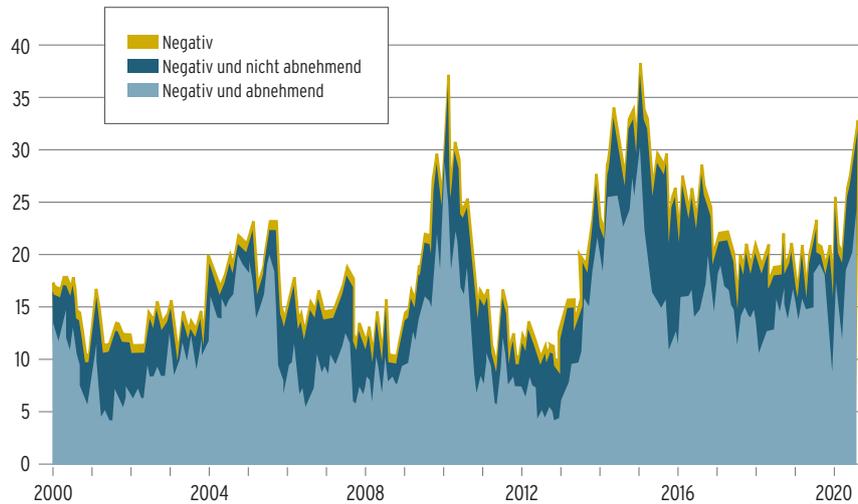
#### **Kurzfristig lässt der Preisdruck nach**

Die bislang veröffentlichten Daten zeigen, dass die Kerninflation, also ohne Beachtung der Energie- und Nahrungsmittelpreise, während des Lockdowns zurückgegangen ist. Die wirtschaftlichen Einschränkungen und ein verändertes Konsumverhalten haben zwar die Preiserfassung erschwert, aber auch nach dem Ende der Lockdowns zeigen sich bislang keine aufwärts gerichteten Inflationstendenzen.

Im Gegenteil: Im Juli 2020 stieg der Anteil der in die Verbraucherpreise eingehenden Warengruppen mit negativer Inflationsrate in der Eurozone auf über 30 Prozent. Ende 2019 galt dies nur für ein Fünftel der Warengruppen. Darüber hinaus geben Unternehmen in monatli-

## 1 | Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)

Prozentualer Anteil des Warenkorbs mit negativer Inflationsrate



Quelle: Oxford Economics/Haver Analytics.

chen Konjunkturumfragen an, dass sie aufgrund des schwachen wirtschaftlichen Umfelds kurzfristig kaum Preisanhebungen planen. ► 1

Gelegentlich äußern Kommentatoren zwar die Erwartung, dass es zu einem Preisanstieg kommen könnte, wenn die Restriktionen gelockert werden, und Nachholeffekte dazu führen, dass beispielsweise Restaurants und Bars wieder voll sind. Wir sind, was das angeht, jedoch skeptisch.

Erstens dürften anhaltende Ansteckungsgefahren weiterhin abschreckend wirken. Anstatt von einem Nachfrageschub zu profitieren, könnten die Unternehmen mit einem Rinnsal an Kundeninteresse konfrontiert sein. Beispielsweise blieben die Umsätze in deutschen Restaurants im Juni noch rund 30 Prozent unter ihrem Vorjahresniveau.

Selbst wenn einige Unternehmen eine starke Nachfrage verzeichnen, dürfte sich zweitens der Nachfrageanstieg vielfach als vorübergehend erweisen und nachhaltige Preiserhöhungen verhindern. Hier sei nur an den aktuellen Mini-Boom bei Fahrrädern und Fitnessgeräten für daheim erinnert.

Drittens dürfte die Zahl der Unternehmen, denen es gelingt, die Preise aggressiv anzuhäufeln, deutlich niedriger sein als jene, die geplante Preiserhöhungen aufgrund von Absatzschwäche hinauszögern oder sich sogar dazu entschließen, die Preise zu senken. Zwar können Maßnahmen zur Eindämmung der Aus-

breitung von Covid-19, wie z. B. Social Distancing, die Preise theoretisch in die Höhe treiben und disinflationäre Effekte mindern. Tatsächlich lag die Preissteigerung bei Restaurants und Hotels im Juli 2020 aber nur in vier der 27 EU-Staaten über dem Durchschnitt des letzten Jahres. Natürlich könnten höhere Kosten letztendlich an die Verbraucher weitergegeben werden. Dies dürfte der Fall sein, wenn Social Distancing und andere Restriktionen über einen längeren Zeitraum hinweg in Kraft bleiben. Aber in einem solchen Szenario dürfte sich die konjunkturelle Lage wahrscheinlich noch stärker eintrüben, was den Ausblick für die Kerninflation wiederum dämpfen würde.

Selbst wenn Covid-19 die Kosten der Unternehmen auf breiter Front erhöhen sollte, würde es sich schließlich um einen einmaligen Anstieg handeln. Wie bei einer Mehrwertsteuererhöhung wäre dies ein einmaliger Preisniveau-Schock und nicht der Auslöser für eine mehrjährige Periode höherer Inflationsraten.

### Eine neue Normalität für die Politik?

Die kombinierten Angebots- und Nachfrageeffekte des Covid-19-Ausbruchs und der laufenden Konjunkturerholung mögen zwar den Preisdruck nicht erhöhen, aber es gibt einige Stimmen, die behaupten, dass sich die schnelle und aggressive Reaktion der Zentralbanken und Regierungen letztlich als inflationär erweisen wird.

Als eine Sorge wird dabei angeführt, dass die Zentralbanken die Geldpolitik bereits zu stark gelockert hätten. Die Senkungen der Leitzinsen waren jedoch um ein Vielfaches geringer als während der globalen Finanzkrise. Zudem haben Zentralbanken zwar in erheblichem Umfang neue unkonventionelle Maßnahmen ergriffen. Allerdings haben sich die inflationären Effekte von Anleihekäufen schon in den letzten Jahren in engen Grenzen gehalten. ► 2

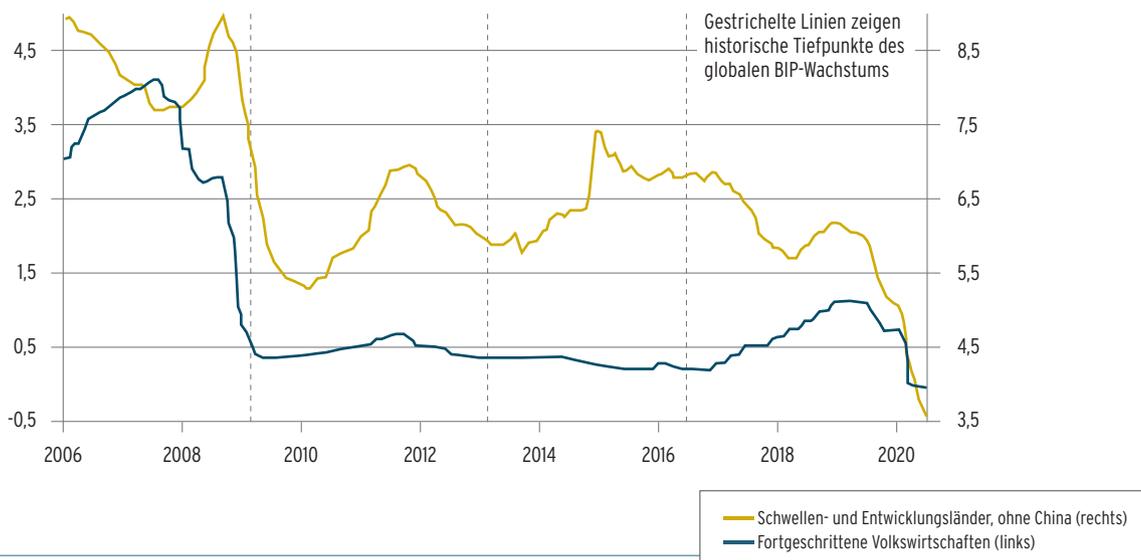
Könnten die riesigen Konjunkturpakete inflationär wirken? Global gesehen dürfte die diesjährige fiskalpolitische Lockerung deutlich größer ausfallen als jene während der globalen Finanzkrise. Die Pakete zielen jedoch in der Regel darauf ab, Unternehmen und Haushalte vorübergehend zu unterstützen, und nach dem derzeitigen Stand der Dinge wird ein Großteil der Fiskalprogramme nicht in das nächste Finanzjahr hinein verlängert werden. ► 3

Darüber hinaus schätzen wir, dass der diesjährige Einbruch der Weltwirtschaft wahrscheinlich fast dreimal so groß sein wird wie während der globalen Finanzkrise. Die auf globaler Ebene beschlossenen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen erscheinen also auf den ersten Blick nicht übertrieben groß.

Ein Gegenargument ist, dass die derzeitige Lockerung der Politik in einigen Volkswirtschaften einen beispiellosen Anstieg des Geldmengenwachstums ausgelöst hat. Dies spiegelt die Tatsache wider, dass im Gegensatz zu 2008

## 2 | Zentralbankleitzinsen

in Prozent



Quelle: Oxford Economics/Haver Analytics.

die Kreditvergabe an den privaten Sektor aufgrund eines Anstiegs der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen stark expandierte. Dieser Kreditanstieg ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass viele Unternehmen kaum eine andere Wahl hatten, als sich zu verschulden, um ihre Fixkosten trotz Umsatzeinbruchs zu decken. Die Kreditvergabe wurde auch durch großzügige staatliche Bürgschaftsprogramme angekurbelt. Neue Kredite dieser Art verhindern aber nur einen noch tieferen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Dass ein solcher Anstieg der Geldmenge zu einer höheren Inflation führt, halten wir jedoch für unwahrscheinlich.

Wir gehen zudem davon aus, dass sich das Anziehen des Geldmengen- und Kreditwachstums als vorübergehend erweisen wird. Wenn die Umsätze wieder anziehen, werden die Unternehmen beginnen, diese Notfallkredite zurückzuzahlen. Einige Großbanken haben solche Tendenzen schon öffentlich bestätigt.

Ein weiterer Auslöser für eine mittelfristig höhere Inflation könnte sein, dass Regierungen von großen Haushaltsdefiziten abhängig werden. In der Tat haben einige Kommentatoren argumentiert, dass die Zentralbanken bereits in eine Form der monetären Staatsfinanzierung eingestiegen sind. Wir bezweifeln jedoch, dass dies der Fall ist.

Eine Lockerung der Geldpolitik durch die Zentralbanken sollte nur dann als monetäre

Staatsfinanzierung betrachtet werden, wenn dies auf Kosten des Inflationsziels geht. Obwohl die Lockerung der Zentralbankpolitik mit einer umfangreichen staatlichen Unterstützung für Unternehmen und Haushalte zusammenfiel, nutzen beide die ihnen zur Verfügung stehenden Instrumente, um unterschiedliche, aber sich nicht widersprechende Ziele zu erreichen.

Mittelfristig könnten die Regierungen zwar dazu verlockt werden, die Unabhängigkeit der Zentralbanken einzuschränken, insbesondere wenn die gegenwärtige Rezession die Unterstützung für populistische Parteien verstärkt. Alles in allem besteht für die meisten Volkswirtschaften aber allenfalls ein minimales Risiko für einen Inflationsschub, der durch den Einstieg der Zentralbanken in die monetäre Staatsfinanzierung ausgelöst wird.

### **Inflationärer Strukturbruch ist unwahrscheinlich**

Damit bleibt unseres Erachtens ein Strukturbruch als wahrscheinlichster Auslöser für einen Inflationsschub. Wir sind seit langem der Meinung, dass einige starke strukturelle Faktoren die Inflation in den letzten Jahren gedämpft haben und sie wahrscheinlich auch weiterhin merklich drücken werden. Eine Schlüsselfrage ist daher, ob Covid-19 deren deflationären Kräfte schwächen könnte. Wir werden dies anhand von drei Beispielen diskutieren:

**Der Arbeitsmarkt:** Ein Grund dafür, dass sich die Inflation in den letzten Jahren nicht nennenswert beschleunigt hat, ist das anhaltend schwache Lohnwachstum. Tatsächlich blieben die Lohnzuwächse trotz der hohen Beschäftigungsdynamik zumeist hinter den Erwartungen zurück. Dazu beigetragen haben beispielsweise fest verankerte Inflationserwartungen, eine stark steigende Erwerbsbeteiligung, verstärkte Zuwanderung, Offshoring bzw. Outsourcing und eine alternde Belegschaft.

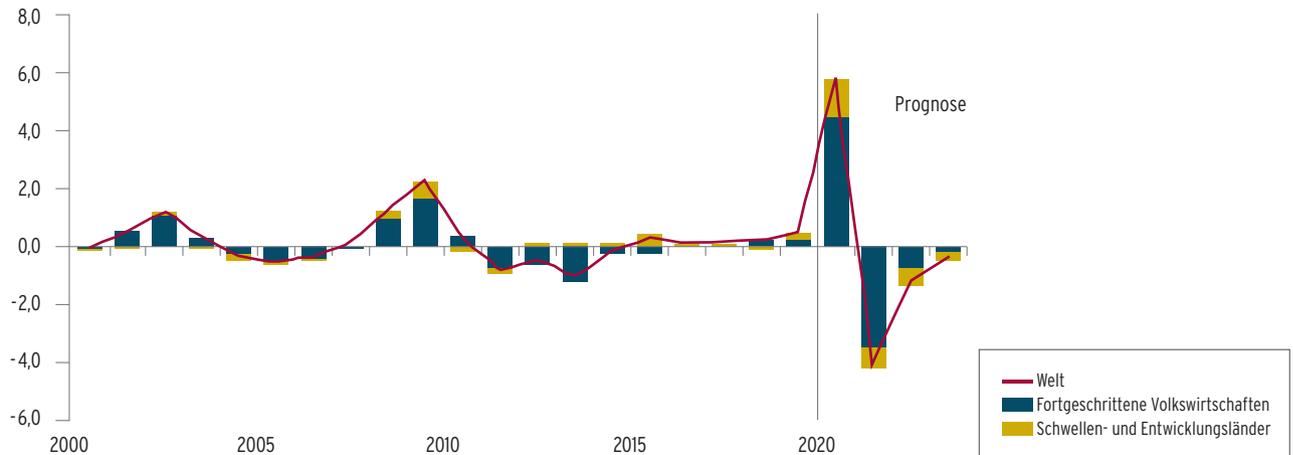
Covid-19 könnte einige dieser Faktoren schwächen. Würde beispielsweise der Prozess der Deglobalisierung durch den Virusausbruch verschärft, könnte dies auch die Verhandlungsmacht der heimischen Arbeitnehmer stärken. Zudem könnte die Zuwanderung unter den aktuellen Reisebeschränkungen leiden, während sich ältere Arbeitnehmer aufgrund der erhöhten Ansteckungsgefahr vom Arbeitsmarkt zurückziehen könnten.

Doch angesichts des Anstiegs der Arbeitslosigkeit und der hohen Zahl von Kurzarbeitern, insbesondere in den vom Tourismus abhängigen südeuropäischen Ländern, dürften die dämpfenden Effekte der aktuellen Krise auf die Lohndynamik deutlich überwiegen. Wir gehen davon aus, dass die Arbeitslosigkeit in der Eurozone erst 2024 wieder das Vorkrisenniveau erreichen wird.

**Zombie-Firmen:** Solche Unternehmen gelten als reif, unproduktiv und anhaltend unpro-

### 3 | Fiskalimpuls

Prozentpunkte des potenziellen BIP



Quelle: Oxford Economics/Haver Analytics.

fitabel. In den letzten zehn Jahren dürfte deren zunehmende Zahl zu einer Reihe unerwünschter makroökonomischer Phänomene beigetragen haben, darunter auch niedrige Inflationsraten. Die Covid-19-getriebene globale Rezession dürfte zu einem weiteren Anstieg der Zahl der Zombie-Firmen führen und damit die globalen disinflationären Kräfte stärken. Obwohl eine Konkurswelle auf kürzere Sicht wahrscheinlich ist, werden niedrige Zinsen, die Flut von staatlich garantierten Krediten und andere Rettungsmaßnahmen – wie temporäre Konkursverschiebungen – wahrscheinlich einige bisher profitable Firmen „zombifizieren“.

**Deglobalisierung:** Wir gehen zwar davon aus, dass sich der seit Jahren anhaltende Trend zu einer verlangsamten Globalisierung fortsetzen wird. Eine groß angelegte Deglobalisierung, die Produktivitätsfortschritte erodiert und den Inflationsdruck erhöht, erwarten wir jedoch nicht. Eine vielbeschworene Möglichkeit besteht darin, dass die Unternehmen von sich aus weniger komplexe und stärker geografisch diversifizierte Lieferketten anstreben. Wir bezweifeln jedoch, dass Covid-19 weitreichende Auswirkungen haben wird. Es ist unwahrscheinlich, dass eine Überprüfung der Lieferketten inmitten der tiefsten Rezession seit Menschengedenken das dringlichste Thema für das Management vieler Firmen ist.

Zudem wäre eine groß angelegte Diversifizierung der Zulieferer teuer und zeitaufwendig. Als Folge einer solchen Diversifizierung könn-

ten Unternehmen Großauftragsrabatte bei Lieferanten verlieren oder gezwungen sein, ein qualitativ schlechteres Produkt zu akzeptieren. Darüber hinaus könnte sich jede Risikominderung auch als illusorisch erweisen, wenn die verschiedenen Lieferanten in der gleichen Region ansässig sind oder selbst auf einen gemeinsamen Lieferanten angewiesen sind. Und schließlich kann die Diversifizierung im Fall eines wirklich globalen Schocks wie Covid-19 nicht zur Risikominderung beitragen.

Staatlich verordnetes Re-Shoring könnte der Deglobalisierung ebenfalls einen Schub geben. Als Reaktion auf den Ausbruch von Covid-19 könnten die Regierungen die lokale Produktion strategischer Produkte wie persönliche Schutzausrüstung und medizinische Güter erzwingen. Darüber hinaus könnte Regulatory Divergence die Barrieren zwischen großen Handelsnationen künstlich erhöhen. Dennoch

werden solche Veränderungen, ob durch Covid-19 oder andere Einflüsse verursacht, wahrscheinlich nur langsam erfolgen. Veränderungen im Großhandel über Nacht, die die Kosten der Unternehmen stark erhöhen, sind unwahrscheinlich, nicht zuletzt wegen des Widerstands der Unternehmen. Den Unternehmen solche Veränderungen aufzuzwingen, kann letztlich kontraproduktiv sein – beispielsweise können solche Maßnahmen die Beschäftigung eher verringern als erhöhen.

#### Autor



Oliver Rakau ist Chief German Economist und stellvertretender Leiter des Europeamts von Oxford Economics. In seinen Analysen thematisiert er primär die

wirtschaftlichen Aussichten für Deutschland und Europa sowie die Implikationen für die Geldpolitik der EZB.

#### FAZIT

Alles in allem gibt es einige gute Argumente dafür, dass die Corona-Krise preistreibend wirken kann. Allerdings überwiegen unseres Erachtens die disinflationären Effekte der Krise deutlich. Dies gilt nicht nur kurzfristig, während wir uns in der Rezession befinden, sondern dürfte auch auf mittlere Sicht der Fall bleiben. In einem solchen Umfeld werden die Zentralbanken ihre selbstgesteckten Inflationsziele wohl auf absehbare Zeit verfehlen. Die Leitzinsen als auch die Renditen von Staatsanleihen werden daher auf sehr niedrigem Niveau verharren.

# Die Cloud im Finanzsektor: Anforderungen, Verhandlungen und Vereinbarungen

Dienstag, 29. September 2020, 10:00 bis 12:00 Uhr

Ziel des Web-Seminars ist es, einen praxistauglichen Überblick darüber zu vermitteln, was beim Einsatz von Cloud-Leistungen durch Finanzinstitute im Hinblick auf die interne Organisation wie auch bei der Vertragsgestaltung zu beachten ist, und übliche Fallstricke in den Verhandlungen mit Cloud-Anbietern aufzuzeigen.

## Es referieren:

Dr. Torsten Kraul & Dr. Jens Kunz | Noerr LLP

**Bitte beachten Sie:** Das Web-Seminar ist Teil der Reihe „Auslagerungen im Finanzsektor“ mit folgenden, weiteren Web-Seminaren:

(Alle Seminare sind selbstverständlich einzeln buchbar)



## Die Cloud im Finanzsektor: Cloud-Security-Maßnahmen für Finanzinstitute

Herbst 2020



## Auslagerungen im Finanzsektor: Steuerung und Überwachung externer Dienstleister

Herbst 2020

Weitere Veranstaltungen und Web-Seminare finden Sie unter [www.bv-events.de](http://www.bv-events.de)

### Anmeldung und Information:

per Fax: 0221-5490-315 | Tel.: 0221-5490-133 (Stefan Lödorf) | [events@bank-verlag.de](mailto:events@bank-verlag.de)

**JETZT  
ANMELDEN!**

[events@bank-verlag.de](mailto:events@bank-verlag.de)

FINANZMARKTREGULIERUNG UND MITTELSTANDSFINANZIERUNG

# Zwischen Transformation und Adaption

Kleine und mittlere Unternehmen (KMU), umfassend auch als Mittelstand bezeichnet, nehmen nicht nur in Deutschland eine prominente Position ein. Sie stellen die weit überwiegende Mehrzahl der privaten Arbeitgeber und tragen mit etwa 35 Prozent zum Gesamtumsatz der inländischen Wirtschaft bei. Schon vor der Corona-Krise gaben die EU-Pläne zur Etablierung einer Kapitalmarktunion Anlass zur Diskussion, wie der Mittelstand auf Dauer den Zugang zu Fremdkapital behaupten könnte. Die Covid-19-Pandemie hat die Probleme erkennbar verstärkt, es können aber auch erste Hinweise für Maßnahmen zur nachhaltigen Stärkung des Mittelstands abgeleitet werden.



Die einheitliche Mittelstandsfinanzierung ist eine Utopie: Das Kleinunternehmen, der Gewerbetreibende, der Handwerksbetrieb auf der einen und traditionelle Familienbetriebe mit einem Jahresumsatz von mehreren Millionen Euro auf der anderen Seite – sie alle gehören zum Mittelstand. Benötigt werden in jedem Fall individuell passende Konzepte, vereinbart mit vertrauenswürdigen und versierten Partnern vor Ort, die auch in wirtschaftlich weniger erfreulichen Zeiten ihren Schuldnern sachkundig zur Seite stehen.

In Deutschland ist das Gefälle unterhalb der Großunternehmen noch augenfälliger als in den übrigen europäischen Flächenländern. Der föderalen Staatsstruktur folgend, verteilen sich auch namhafte, in vielen Fällen international tätige Firmen über das gesamte Bundesgebiet, wodurch die Anforderungen an ein passendes Finanzsystem sogar noch zunehmen. Zugleich besitzen aber nur wenige Hundert Unternehmen den regelmäßigen Zugang zum institutionellen Kapitalmarkt. Beinahe folgerichtig wurde der Versuch, in Deutschland eine sog. Mittelstandsanleihe zu etablieren, nach kurzer Zeit mehr oder weniger stillschweigend wieder aufgegeben.

Mit Blick auf die Tabelle ► 1 werden die Verhältnisse noch einmal offensichtlich: Der obere Mittelstand ist ein überschaubares Segment von weniger als 0,5 Prozent aller Unternehmen, aber mit einem Umsatzanteil von mehr als 30 Prozent der Gesamtwirtschaft von vitaler Bedeutung für die Prosperität eines Landes, und er bedarf der finanztechnischen Begleitung von ausgewiesenen Spezialisten.

### **Bankbasiertes Finanzsystem**

Innerhalb des deutschen Finanzsektors spielen die monetären Finanzinstitute (MFI), also vor allem Banken und Sparkassen, die wichtigste Rolle in der Unternehmensfinanzierung. Das Drei-Säulen-Modell, bestehend aus (privaten) Kreditbanken, öffentlich-rechtlichen Sparkassen und Kreditgenossenschaften hat sich seit Jahrzehnten als zweckmäßig und vor allem in den zentrumsfernen Regionen als stabilisierend bewährt.

Allerdings ist auch dieses Modell seit dem Start in die Europäische Bankenunion erheblich unter Druck geraten. Der Vorwurf der Kleinteiligkeit nebst damit verbundener Ineffizienz wird regelmäßig erhoben, die außergewöhnliche Resilienz – insbesondere während der Finanzkrise – aber häufig auch ignoriert. Tabelle ► 2 zeigt die Netto-Verflechtungsverhältnisse in Deutschland; diese bilden einen starken Pfeiler innerhalb eines komplexen Gesamtsystems. Bemerkenswert ist die umfangreiche Verknüpfung inländischer nicht-finanzieller Kapitalgesellschaften mit dem Ausland, die vornehmlich über konzerninternes, grenzüberschreitendes Finanzmanagement hergestellt wird.

Betrachtet man diese Finanzierungsverhältnisse aus der Perspektive einzelner Unternehmen, lässt sich das Bild einer sehr stark von der Bankenfinanzierung abhängigen Unternehmenslandschaft weiter verfestigen. So zeigt die Tabelle ► 3, dass die Bankverbindlichkeiten im gewichteten Durchschnitt einer großzahligen Stichprobe von Unternehmen im Jahr 2013 fast das Fünffache der in Anleihen und ähnlichen Instrumenten verbrieften

Verbindlichkeiten betragen. Und bei Unternehmen mit weniger als 50 Mio. € Umsatz sind Anleiheverbindlichkeiten so gut wie vernachlässigbar. Zwar mögen sich diese Verhältnisse bei großen kapitalmarktorientierten Unternehmen in den letzten Jahren zugunsten einer kapitalmarktorientierten Finanzierung etwas verschoben haben, für mittelständische Unternehmen ist dies aber sicherlich nicht der Fall.

Interessant ist an der Tabelle ► 3 zudem der Umstand, dass diese starke Bankenfokussierung keineswegs nur ein deutsches Phänomen ist. In den anderen hier betrachteten kontinentaleuropäischen Ländern liegen die Verhältnisse ähnlich.

Dieses Ergebnis ist keineswegs überraschend. Die Bedeutung des Bankkredits für mittelständische Unternehmen ergibt sich allein schon aus Losgrößenüberlegungen. So wird im KfW-Mittelstandspanel, in dem im Rahmen einer schriftlichen Wiederholungsbefragung 9.000 bis 15.000 Unternehmen mit einem Jahresumsatz von bis zu 500 Mio. € befragt werden, berichtet, dass im Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2018 65 Prozent der Unternehmen einen Kreditbedarf von bis zu 100.000 € hatten. Lediglich zwölf Prozent der Unternehmen hatten einen Kreditbedarf von mehr als 500.000 €. Damit scheidet für den Großteil der mittelständischen Unternehmen eine Kapitalmarktfinanzierung schon allein wegen der damit verbundenen Fixkosten aus.

Mindestens ebenso wichtig für die Erklärung der stark bankbasierten Finanzierung mittelständischer Unternehmen sind informationsökonomische Aspekte. Dabei hat so-

## 1 | Steuerpflichtige nach Größenklassen (2017)

Umsatzklasse	Anzahl	Umsatz Mio. €	Anzahl %	Umsatz %	
bis 500 Tsd. €	2.605.230	327.500	79,75	5,15	› Gewerbetreibende
500 Tsd. bis 5 Mio. €	559.609	803.114	17,13	12,63	
5 bis 10 Mio. €	47.235	329.073	1,45	5,17	› unterer Mittelstand
10 bis 25 Mio. €	30.551	469.800	0,94	7,39	
25 bis 50 Mio. €	11.298	394.293	0,35	6,20	
50 bis 100 Mio. €	6.219	432.222	0,19	6,80	› oberer Mittelstand
100 bis 250 Mio. €	3.999	608.878	0,12	9,57	
250 bis 500 Mio. €	1.416	489.134	0,04	7,69	
500 bis 1 Mrd. €	698	478.511	0,02	7,52	
über 1 Mrd. €	551	2.028.275	0,02	31,89	› Großunternehmen
<b>Summe</b>	<b>3.266.806</b>	<b>6.360.800</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	

Quelle: Statistisches Bundesamt; eig. Berechnungen.

wohl die banken- als auch die kapitalmarktba- sierte Finanzierung ihre Vor- und Nachteile.

Im Zusammenhang mit der Finanzierung von KMUs ist vor allem hervorzuheben, dass Banken typischerweise auf der Grundlage einer langfristigen Vertrauensbeziehung (Hausbankenprinzip), die gerade im Verhältnis von mittelständischen Unternehmen und regional orientierten Unternehmen weit über das Öffnen der Bücher und Ausfüllen von Fragebögen hinausgeht, private Informationen in ihre Kreditentscheidung einfließen lassen können.<sup>1</sup>

Kapitalmarktbasierter Finanzierung beruht demgegenüber sehr stark auf öffentlich zugänglichen Informationen. Es ist daher leicht zu sehen, dass dort, wo der Zugang zu solch öffentlichen Informationen kostspielig oder nicht möglich ist, eine kapitalmarktbasierter Finanzierung einer bankenbasierten unterlegen sein wird. Daher kommt es neben transaktionskostenbasierten auch aus informationsökonomischen Gründen zu einem Gleichgewicht, in welchem kleinere Unternehmen vorwiegend auf eine Bankenfinanzierung setzen, große Unternehmen hingegen stärker auf eine kapitalmarktbasierter Finanzierung.

### Verzahnung mit dem Kapitalmarkt

Man sollte allerdings nicht übersehen, dass kapitalmarktbasierter Finanzierung auch ihre Vorteile hat. Das gilt insbesondere im Hinblick

auf die Risikoübernahme. Da es für Investoren deutlich einfacher ist, breit diversifizierte Portfolios zu bilden, ist ihre Risikotragfähigkeit grundsätzlich höher als jene von Banken. Dies gilt umso mehr, als der Bankensektor wegen der dort stattfindenden Fristen- und Risikotransformation eine inhärente Instabilität aufweist. Wegen der damit verbundenen systemischen Risiken ist es daher durchaus nachvollziehbar, dass man mit einer Stärkung der Kapitalmarktfinanzierung die Absicht verfolgt, die Widerstandsfähigkeit des Finanzmarkts zu erhöhen.

Wegen der oben beschriebenen Informationsvorteile von Banken, insbesondere in der Mittelstandsfinanzierung, wäre es allerdings fatal zu glauben, dass der Kapitalmarkt die Banken ersetzen könnte. Vielmehr käme es darauf an, durch eine Verzahnung beider Finanzierungsformen Risiken dorthin zu verlagern, wo sie mit den geringsten Kosten getragen werden können.

Dies kann durch drei Funktionen des Kapitalmarkts erreicht werden. Erstens kann er durch seine Refinanzierungsfunktion dafür sorgen, dass Banken in wesentlich flexiblerer Weise ihren Refinanzierungsbedarf decken und damit ihr Refinanzierungsrisiko reduzieren können.

Zweitens kann über eine geeignete Fristigkeit der von den Banken emittierten

Schuldverschreibungen das Fristentransformationsrisiko der Banken reduziert werden. Dies wirkt sich positiv auf die systemische Stabilität des Bankensektors aus. Diese Funktion wird durch die starke Begrenzung der Fristentransformation im Rahmen der von der CRR (Capital Requirements Regulation, Kapitaladäquanzverordnung) eingeführten NSFR (Net Stable Funding Ratio, strukturelle Liquiditätsquote) künftig eine wesentliche Rolle spielen, wenn es um die Bereitschaft zur Ausreichung längerfristiger Kredite geht.

Und drittens können die Banken über Kapitalmarkttransaktionen auch ihre Risiko- transformation auslagern, weil Kreditrisiken dann an Investoren weitergereicht werden können.

Diese Verzahnung von Bank- und Kreditgeschäft hängt maßgeblich davon ab, dass sich die Verbriefungsmärkte, und zwar sowohl durch synthetische als auch durch True-Sale-Transaktionen, entsprechend entfalten können. Der regulatorische Rahmen ist jüngst durch die Einführung der STS-Verbriefungen (STS: Simple, Transparent, Standardised) auch entsprechend verbessert worden, und es sollen weitere Maßnahmen im Bereich der synthetischen Verbriefungen folgen.

Gleichzeitig stehen wir in Europa vor dem Problem, dass die hiesigen Kapitalmärkte nicht den Grad an Tiefe und Breite aufweisen,

## 2 | Sektorale Verflechtungsmatrix

Netto-Zahlungsströme in Prozent des BIP; 1. Quartal 2019

		Netto-Gläubiger								
		MFI	Vers	Fonds	Priv HH	Nfin KG	Öff HH	Ausland	Sektor	Gesamt
Netto-Schuldner	MFI	###	9,3	---	21,6	---	---	---	30,9	---
	Vers	---	###	---	57,1	---	---	---	57,1	---
	Fonds	6,5	31,4	###	11,0	0,2	---	---	49,1	<b>17,8</b>
	Priv HH	---	---	---	###	---	---	---	---	---
	Nfin KG	10,0	0,2	13,7	---	###	0,9	33,6	58,4	<b>58,2</b>
	Öff HH	18,0	4,8	1,0	0,2	---	###	23,8	47,8	<b>46,9</b>
	Ausland	23,0	15,2	30,3	14,4	---	---	###	82,9	<b>25,5</b>
	Sektor	57,5	60,9	31,3	118,0	0,2	0,9	57,4	326,2	---
	Gesamt	<b>26,6</b>	<b>3,8</b>	---	<b>118,0</b>	---	---	---	---	<b>148,4</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank, eig. Berechnungen.

der für eine friktionslose Verzahnung mit der Bankenfinanzierung notwendig wäre. Das Projekt der Kapitalmarktunion hat dieses Defizit zwar erkannt, gleichzeitig scheinen Lösungen aber nur sehr schwer zu finden zu sein. Solange dies aber der Fall ist, darf man keine überzogenen Erwartungen an die Effekte einer verstärkten Kapitalmarktfinanzierung haben.

### Konsolidierungsdruck in schwierigem Zinsumfeld

Nicht nur die deutschen Banken kämpfen an mindestens zwei Fronten: Zum einen hat sich nach der Finanz- und späteren Euro-Krise der Regulierungsdruck spürbar erhöht. Einheitliche Aufsicht (Single Supervisory Mechanism, SSM) und europaweit identische Abwicklungsvorschriften (Single Resolution Mechanism, SRM) erfordern umfangreiche organisatorische Anpassungs- und Vorsorgemaßnahmen. Parallel haben die mit Basel III verbundenen Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften die ohnehin niedrige Profitabilität der Kreditinstitute zusätzlich beeinträchtigt.

Mit der im Jahr 2012 begonnenen unkonventionellen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sanken die Zinsen in allen Segmenten und Laufzeiten auf bis dato nicht möglich gehaltene Tiefststände, selbst am sehr langen Ende teilweise in negative Regionen. Die weit überwiegend auf das Retailgeschäft

konzentrierten und vornehmlich regional operierenden Sparkassen und Kreditgenossenschaften mußten erhebliche Ertragseinbußen hinnehmen.

Die Konditionsmargen im Kreditneugeschäft sind spürbar geringer geworden, das Passivgeschäft ist angesichts negativer Einlagenzinssätze bei der EZB und fehlender Wiederanlagelalternativen teilweise defizitär.

### Corona beeinflusst das Kreditrating von Bankschuldnern

Die gewerbliche Kreditkundschaft der deutschen Regionalbanken ist breitflächig von der Covid-19-Pandemie getroffen worden. Umsatzausfälle in besonders stark gebeutelten Branchen (Tourismus, Beherbergungsbetriebe, Einzelhandel o. ä.) von 50 Prozent und mehr belasten unmittelbar die Rückzahlungsfähigkeit der betroffenen Bankschuldner. Einschlägige rechtliche Vorschriften, z.B. § 18 KWG oder Art. 144 nebst Art. 170 CRR, zwingen die Gläubiger unmittelbar, den gestiegenen Risiken mit zusätzlicher Eigenkapitalhinterlegung Rechnung zu tragen.

Dem Grunde nach ist dies zwar nachvollziehbar, es ist aber schon jetzt absehbar, dass wir, sobald sich die Effekte der krisenbedingten Bonitätsverschlechterungen in den Ratingsystemen der Banken niedergeschlagen haben, eine Zurückhaltung bei der Kreditver-

gabe erleben werden. Zwar wurden mögliche prozyklische Effekte des Basel-III-Regulierungsrahmens ausführlich diskutiert, die Probe aufs Exempel wird aber erst jetzt in der laufenden Krise stattfinden.

Vieles deutet darauf hin, dass diese Effekte nicht wesentlich geringer geworden sind, wenngleich auch hier eine stärkere Verzahnung mit den Kapitalmärkten über Verbriefungsinstrumente helfen könnte.

### Prompte Reaktion auf die Corona-Krise

Eine vollständige Überwindung der Corona-Krise liegt gegenwärtig noch in weiter Ferne. Die vergangenen Monate lassen aber gleichwohl erste Schlußfolgerungen zu. Zunächst kann festgestellt werden, dass die von politischer Seite – national wie EU-weit – ergriffenen Hilfsmaßnahmen überraschend umfangreich und schnell zur Verfügung standen. Freilich kann eine Schiefelage zugunsten großer Unternehmen nicht ernsthaft gelehnet werden. So adressiert der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) den (unteren) Mittelstand ausdrücklich nicht, und auch die milliarden-schweren Stützungen der Lufthansa AG oder der TUI AG helfen den mittelständischen Unternehmen allenfalls mittelbar.

Daneben hat die KfW in Abstimmung mit der Bundesregierung ein umfangreiches Son-



### 3 | Verbindlichkeiten gegenüber Finanzinstituten und Anteil von Anleihen an der Bilanzsumme

	Deutschland	Frankreich	Spanien	Italien
Alle Unternehmen	10,2 / 2,2	11,3 / 3,7	16,5 / 0,3	14,4 / 3,6
Großunternehmen	7,3 / 2,5	8,0 / 4,9	15,3 / 0,5	11,4 / 4,7
Mittlere Unternehmen	26,6 / 0,2	17,0 / 1,6	21,1 / 0,0	21,8 / 0,5
Kleine Unternehmen	31,4 / 0,1	19,3 / 0,5	17,7 / 0,0	25,1 / 0,5

Quelle: Kaserer (2015), Die Finanzierung der Realwirtschaft im Zeichen einer Kapitalmarktunion (Gutachten im Auftrag der FPFI). In der Tabelle gibt jeweils die erste Zahl den Anteil der Verbindlichkeiten gegenüber Banken in Prozent der Bilanzsumme an, die zweite Zahl den Anteil der Verbindlichkeiten aus Anleihen in Prozent der Bilanzsumme.

derprogramm mit unterschiedlichen Kreditangeboten aufgelegt, die sich sowohl an KMUs als auch an große Unternehmen richten. Diese Kredite werden über die Hausbanken ausgereicht, wobei die KfW im Standardfall eine Risikübernahme von 80 Prozent anbietet. Für KMUs wird diese auf 90 Prozent erhöht, bei Unternehmen zwischen 10 und 50 Beschäftigten sogar auf bis zu 100 Prozent.<sup>2</sup>

Zudem werden bei Krediten von bis zu 10 Mio. € die Risikoprüfungen vereinfacht, sodass eine schnelle Auszahlung möglich ist.

Für dieses Sonderprogramm gibt es keine volumenmäßige Begrenzung. Ob darüber hinaus noch öffentliche Bürgschaften oder Garantien für ausstehende Linien vergeben werden sollten, um so ein Downgrading zu vermeiden, wäre sicherlich noch zu diskutieren.

#### FAZIT

Auch im Bereich der Bankenaufsicht ist schnell auf die Corona-Krise reagiert worden, wenngleich noch offen ist, ob diese Reaktionen ausreichend waren. Jedenfalls sind verschiedene Vorschriften im Zusammenhang mit der Einordnung von notleidenden Krediten und den daraus allenfalls folgenden Wertberichtigungen ausgesetzt oder zumindest entschärft worden. Auch hat man aufsichtsrechtliche Melde- und Veröffentlichungspflichten verschoben, die neuen Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung von KMU-Krediten vorgezogen und die Umsetzung weiterer Vorschriften verschoben. In jedem Fall werden die nächsten Monate nicht nur eine Nagelprobe für das neue Basel-III-Rahmenwerk darstellen, sondern auch zeigen, wie groß die Flexibilität der Aufsichtsbehörden bei der Durchsetzung dieser gesetzlichen Regeln ist.

#### Autoren



Prof. Dr. Horst Gischer leitet den Lehrstuhl für Monetäre Ökonomie und öffentlich-rechtliche Finanzwirtschaft an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg.



Prof. Dr. Christoph Kaserer leitet den Lehrstuhl für Finanzmanagement und Kapitalmärkte an der Technischen Universität München.

- 1 Für einen ausführlichen Vergleich der Vor- und Nachteile von banken- vs. kapitalmarktbasierter Finanzierung vgl. Beck, Kaserer und Rapp (2015), Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven. Abschlussbericht für das BMW, S. 25 ff.
- 2 Für einen Überblick vgl. folgende Webseite des BMF: <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Schlaglichter/Corona-Schutzschild/2020-03-19-Milliardenhilfe-fuer-alle.html>.



# Vertrauen im digitalen Raum

## Der Bank-Verlag – Ihr zuverlässiger Partner

Mit seinen Lösungen für



**Elektronische Identitäten**



**Elektronische Signaturen**



**Elektronische Siegel**

Der Bank-Verlag ist ein von der Bundesnetzagentur und dem Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik zugelassener Vertrauensdiensteanbieter für

- rechtsgültige elektronische Identifizierung mittels eID-Funktion des Ausweises
- qualifizierte elektronische Signaturen (QES)
- elektronische Fernsiegel

Der Bank-Verlag ist ein starker Partner und bietet ein umfangreiches Portfolio von skalierbaren Anwendungen, die jedem Unternehmen hochaktuelle, sichere und vollständig digitale Prozessabläufe ermöglicht.

**Möchten Sie mehr erfahren? Dann kontaktieren Sie uns.**

**E-Mail: [vertrieb@bank-verlag.de](mailto:vertrieb@bank-verlag.de)**

Bank-Verlag GmbH | Wendelinstraße 1 | 50933 Köln

**[www.bank-verlag.de](http://www.bank-verlag.de)**

## AUSWIRKUNGEN DER KONJUNKTURPROGRAMME AUF ESG UND SUSTAINABLE FINANCE

# Die Pandemie kann auch ein Weckruf sein

Die Covid-19-Pandemie hat Europa und die Welt unvorbereitet getroffen. Die Krise stellt nicht nur die jetzige, sondern auch folgende Generationen vor große Herausforderungen. Diese sind besonders davon abhängig, wie die jetzige Generation mit der Krise umgeht, auf sie reagiert und vor allem, ob sie von ihr lernt. Kollektives Handeln der internationalen Gemeinschaft war noch nie so essenziell, um zum einen die Verbreitung der Pandemie zu bekämpfen und zum anderen die wirtschaftlichen Folgen abzufedern.



## 1 | Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals)



Quelle: Vereinte Nationen, UN.

Parallelen können hier auch zu einer anderen Krise gezogen werden, die, obwohl von Covid-19 temporär überschattet, nicht einfach verschwunden ist – die Klimakrise. Wie Staaten mit der Corona-Krise umgehen und ob es gemeinsame und generationengerechte Lösungen gibt, kann uns einiges für den Umgang mit der Klimakrise lehren.

### Konjunkturprogramme sollen helfen

Die Zustände weltweit sind dramatisch: Die Infektions-Fallzahlen steigen, die Konjunktur bricht ein. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Europa ist im zweiten Quartal 2020 laut einer von CNBC veröffentlichten Zahl vom 31. Juli um 12,1 Prozent gesunken, in Deutschland lag das BIP im gleichen Zeitraum 10,1 Prozent unter dem Vorjahr. Große Hoffnungen liegen daher auf dem Konjunktur- und Zukunftspaket der deutschen Bundesregierung und dem Aufbauplan der Europäischen Union, die beide vor wenigen Wochen verabschiedet wurden.

Das deutsche Corona-Konjunkturprogramm in Höhe von 130 Mrd. € soll nicht nur die in Mitleidenschaft gezogene Wirtschaft wieder ankurbeln, sondern orientiert sich auch an den Leitlinien für Klimaschutz und der För-

derung von Zukunftstechnologien. Hierfür stehen insgesamt 50 Mrd. € aus einem Topf des Bundesfinanzministeriums zur Verfügung.

### Ausrichtung an Nachhaltigkeitszielen der UN

Grundsätzlich berücksichtigt das Zukunftspaket die 17 Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals, SDG), die im September 2015 von allen 193 Mitgliedstaaten verabschiedet wurden, um die Situation des Planeten und seiner Bewohner bis zum Jahr 2030 spürbar und messbar zu verbessern. ► 1 Die Maßnahmen der Bundesregierung fokussieren dabei vor allem auf die folgenden Ziele:

- ▷ Förderung nachhaltiger Mobilität und sauberer Städte (SDG 11),
- ▷ Förderung erneuerbarer Energien (SDG 7) u. a. zur Erreichung der Klimaziele (SDG 13),
- ▷ Investitionen in Digitalisierung der Wirtschaft/ Verwaltung (SDG 9),
- ▷ gute Gesundheitsversorgung durch den Schutz vor Pandemien (SDG 3), und
- ▷ die Förderung von Bildung & Forschung (SDG 4).

Konkret werden die einzelnen SDG durch die Maßnahmen der Bundesregierung wie folgt unterstützt:

#### SDG 3 - Gute Gesundheitsversorgung:

Der deutsche Gesundheitsdienst soll technisch und digital aufgerüstet werden, und es soll mehr Personal für die Gesundheitsämter bereitgestellt werden. Auch sollen Investitionen in Krankenhäuser getätigt und die Forschung an einem Corona-Impfstoff gefördert werden.

#### SDG 4 - Hochwertige Bildung:

Ausbildungsprämien für kleine und mittlere Unternehmen sollen helfen, dass es auch während und nach der Corona-Krise genügend Stellen für Auszubildende gibt. Auch Studierende, die ihre Nebenjobs verloren haben, sollen finanzielle Unterstützung erhalten. Zusätzlich wird die Kulturinfrastruktur in Deutschland gestützt.

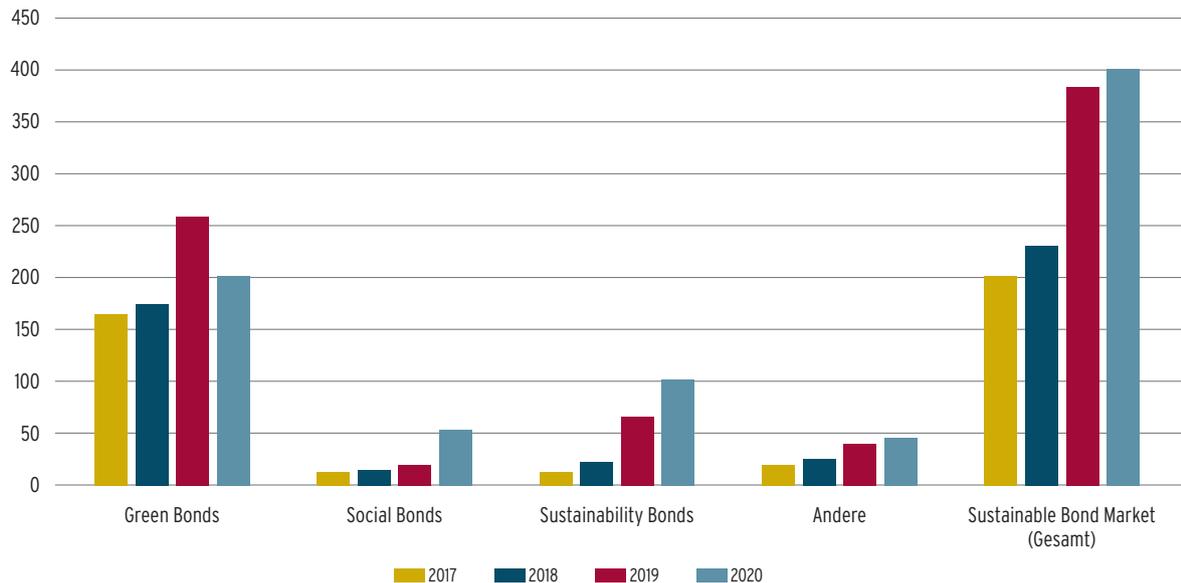
#### SDG 7 - Günstige und saubere Energie:

Der Ausbau von Photovoltaik ist nun nicht mehr gedeckelt, und es wird ein höheres Ziel für den Ausbau von Windenergie geben.

#### SDG 9 - Innovation und Infrastruktur:

Der Staat versorgt die Deutsche Bahn mit Eigenkapital, damit diese ihr Schienennetz ausbauen und elektrifizieren kann. Neben Förderungen der Erforschung von Wasserstoff-

## 2 | Markt für Nachhaltige Anleihen 2017-2020



Quelle: DZ Bank, CBI (2020).

Technologie sind auch höhere Investitionen in Künstliche Intelligenz (5 Mrd. €) geplant. Außerdem werden der Aufbau eines flächendeckenden 5G-Netzes und die Digitalisierung der Verwaltung bezuschusst.

**SDG 11 - Nachhaltige Städte und Gemeinden:** Die Finanzierung des Öffentlichen Personennahverkehrs der Kommunen wird im kommenden Jahr verstärkt unterstützt. Auch plant der Bund, sich stärker mit Innovationsprämien zu beteiligen, um den Wechsel zu E-Fahrzeugen zu beschleunigen.

**SDG 13 - Maßnahmen zum Klimaschutz:** Das CO<sub>2</sub>-Gebäudesanierungsprogramm wird in den kommenden Jahren mehr als verdoppelt, um Maßnahmen zur Erreichung der Klimaziele zu ergreifen. Des Weiteren sollen Austauschprogramme für schwere Nutzfahrzeuge und Modernisierungsprogramme für Bus- und Lkw-Flotten bezuschusst werden, um einen weiteren Schritt in Richtung Treibhausgasneutralität im Schwerlastverkehr in der Industrie zu gehen. Zudem soll stark in die Erforschung von Elektromobilität und die Batteriefertigung investiert werden.

Die Förderungen zielen vor allem auf den Ausbau der nachhaltigen Mobilität und das Erreichen der Klimaziele ab. Konkret bedeutet dies, dass Anbieter von E-Fahrzeugen und Mikromobilität sehr von diesen Investitionen in

Elektromobilität und nachhaltige Infrastruktur profitieren können. Was auf dem Papier vielversprechend klingt, gilt es nur noch umzusetzen – auf den ersten Blick eine gute Nachricht.

Entscheidend für das Erreichen der Nachhaltigkeitsziele wird aber sein, ob das Konjunkturpaket auch den notwendigen Strukturwandel und die Entwicklung von nachhaltigen Start-ups fördert, die sowohl mit ihrer Innovationskraft als auch ihrem Beitrag zu den Nachhaltigkeitszielen weit vor den herkömmlichen Industrien liegt. Denn nur so kann der Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft auch zur Beschleunigung zu mehr Nachhaltigkeit genutzt werden. Ob diese notwendigen Investitionen durch das Konjunkturpaket tatsächlich incentiviert werden, lässt sich aktuell schwer vorhersehen.

### Maßnahmen auf europäischer Ebene

Auch die Europäische Kommission will mit ihrem Maßnahmenpaket den ökologischen und digitalen Wandel vorantreiben. Die Mittel des Aufbauinstruments „Next Generation EU“ und die Aufstockung des langfristigen EU-Haushalts in den Höhen von 750 Mrd. € resp. 1.100 Mrd. € fließen unter anderem in ein angepasstes Arbeitsprogramm der Kommission für 2020.

Bei einem genauen Blick auf Next Generation EU stellt sich jedoch die Frage, ob das

europäische Konjunkturprogramm wirklich auf nachhaltige Leitinitiativen oder den Green Deal als neue Wachstumsstrategie abzielt. Dem Bund für Umwelt und Naturschutz Deutschland ist das europäische Aufbauprogramm von über 2 Bio. € zumindest nicht grün genug. Wie stark das Paket die SDG in Europa wirklich fördert, wird sich erst nach der Umsetzung der Maßnahmen zeigen.

Fest steht auf jeden Fall, dass das Wie der Mittelverwendung der europäischen Länder sehr umstritten ist. Die wenigsten wollen sich hier kontrollieren lassen, obwohl es gerade jetzt wichtig wäre, dass sie kollektiv diszipliniert und transparent handeln und nachhaltige Investitionen tätigen, die vor allem der nächsten Generation zugutekommen.

### Konjunkturpakete als Katalysator für den Strukturwandel

Gleichwohl die Corona-Krise deutsche Unternehmen vor große Herausforderungen stellt, kann sie auch als Katalysator dazu beitragen, dass Geschäftsmodelle nachhaltiger und robuster gegenüber Krisen aufgestellt werden. Gleiches gilt für die Finanzindustrie. Hier suchen Anleger nach neuen Investitionsmöglichkeiten, die nachhaltiger – nicht nur aus Ertragsgesichtspunkten – sondern auch im Sinne der SDG sind. Neben ethischen Gründen sind

sich Investoren immer stärker ihrer Verantwortung gegenüber der Gesellschaft bewusst. Und die Erkenntnis, dass durch die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in Investitionsentscheidungen langfristige Risiken reduziert und eine bessere risikoadjustierte Rendite erzielt werden kann, setzt sich immer mehr durch. Entsprechend ist die Nachfrage nach nachhaltigen Anleihen in letzten Jahren stark gestiegen. ▶ 2

Die Steigerung bis 2020 ist in erster Linie dem starken Zuwachs institutioneller Nachhaltigkeitsemissionen zuzuschreiben. Vor der Pandemie gingen knapp 80 Prozent der nachhaltigen Finanzierungen in Deutschland von Ge-

## FAZIT

Es bleibt abzuwarten, ob durch den „richtungsweisenden“ Umgang der Bundesregierung mit den wirtschaftlichen Folgen der Krise im zweiten Quartal 2020 wieder mehr Investitionen in nachhaltige Anlagen getätigt werden und der steigende Trend der letzten Jahre beibehalten werden kann. Vor allem aber gilt es abzuwarten, ob wir Covid-19 als Weckruf erkennen und die Konjunkturprogramme nutzen, das Ruder herumzureißen und die deutsche Wirtschaft nicht nur auf- sondern auch umzubauen: Hin zu mehr Nachhaltigkeit und Projekten, die einen aktiven, positiven Beitrag leisten.

schäfts- bzw. Förderbanken aus. Die DZ Bank prognostiziert, dass sich der Markt für Green Bonds, trotz eines Corona-bedingten Rückgangs im ersten Halbjahr, auf Jahresresultimo er-

holen und 2020 insgesamt um ca. 4 Prozent auf über 400 Mrd. US-\$ wachsen wird. Und Nordea zeigt auf, dass sich nachhaltige Anleihen vor allem am Anfang der Krise weniger volatil als traditionelle Anleihen gezeigt haben.

Die Bundesregierung versucht, verstärkt Anreize zu setzen und Investitionen in Impact-Projekte zu fördern. So soll das Förderprogramm des Bundesumweltministeriums „Dekarbonisierung der Industrie“ Anlageinvestitionen im Bereich energieintensiver Industrien attraktiver machen. Hier handelt es sich um einen guten Ansatz, auch große Projekte zu fördern, die bisher noch kein wirtschaftliches Geschäftsmodell vorlegen können, aber großes Potenzial in der Dekarbonisierung und Transformation haben. Dennoch schließt dies kleinere Start-ups erstmal aus. Diese werden aktuell in erster Linie von Venture Capital, Family Offices, Stiftungen und Förder-/ Nachhaltigkeitsbanken finanziert.

Impact-Projekte mit Finanzierungsbedarf stoßen u. a. über Plattformen auf Impact-Investoren. Dort werden beide Seiten beraten, und die Investoren können darauf vertrauen, sowohl mit Impact zu investieren als auch eine Rendite zu erhalten.

## Autoren



Dr. Stefan Bund (Foto links) ist Partner der SDG Investments GmbH, Katharina Stitzl (Foto rechts) ist als Assistant Project Analyst im gleichen Unternehmen tätig.



INTERVIEW

# Im Zukunftsmarkt Green Finance spielt die EU eine Führungsrolle

die bank sprach mit Dipl.-Volkswirt Michael Theurer (53), einem der Redner beim diesjährigen TSI Kongress, über Europa-relevante Themen im Zusammenhang von Wirtschaft und Politik. Der Schwarzwälder war von 2009 bis 2017 Mitglied des Europäischen Parlaments. Heute ist der „bekennende Spätzlefan“ stellvertretender Vorsitzender der FDP-Bundestagsfraktion.

**die bank:** Herr Theurer, auf Ihrer Webpage steht „Europa neu denken“. Was meinen Sie damit konkret, kurz zusammengefasst?

**Michael Theurer:** Die Integration Europas ist eine Unabhängigkeitserklärung gegenüber allen anderen Großmächten. Und in der Corona-Krise haben wir erleben müssen, wie wichtig ein funktionierender Binnenmarkt ist. Allerdings darf die EU nicht stehen bleiben: Europa muss das, was es gemeinsam besser kann – etwa Verteidigung, Außenpolitik, Binnenmarkt- und Handelspolitik – wirklich gemeinsam machen, darf sich jedoch nicht regulierend in alle Lebensbereiche einmischen.

**die bank:** Mit dem 750 Mrd. €-Programm hat Europa eine Zäsur seiner Finanzierung vollzogen; die EU-Kommission kann sich erstmals in hohen Summen Geld an den Finanzmärkten leihen. Die meisten Brüssel-Beobachter sehen es als den Einstieg in eine nachhaltige Transferunion. Ist dies gut oder schlecht für Deutschland?

**Theurer:** Es ist vor allem hochproblematisch für Europa. Bisher war die EU die einzige staatliche Ebene, die nicht mit

Staatsschulden belastet war. Das ändert sich jetzt. Wenn Scholz dies ein Hamilton-Moment nennt, muss man daran erinnern, dass historisch Hamiltons Verge-meinschaftung von Schulden der Einzelstaaten in den USA einen Präzedenzfall schuf, der sich immer wieder wiederholte. Er fand statt, bevor man wirklich geklärt hat, ob man Konföderation oder Föderation sein will. Das hat einen erheblichen Beitrag zu den Spannungen geleistet, die schließlich im Bürgerkrieg mündeten. Umso dringender wäre es, nun beherrzt Schritte in Richtung eines europäischen Bundesstaats zu gehen.

**die bank:** Vor einigen Wochen kam das EZB-Urteil des Bundesverfassungsgerichts heraus. Einige sagen, es war eine Kompetenzüberschreitung, andere sehen es als Einstieg in eine lange überfällige Diskussion über die Geldpolitik der EZB. Wo stehen Sie dabei?

**Theurer:** Eine Diskussion über die Geldpolitik der EZB ist dringlich. Wir haben stets auf die Risiken hingewiesen, die angesichts des Volumens der Anleihekaufprogramme bestehen. Gleichzeitig reflektieren die niedrigen Zinsen insbe-

sondere am langen Ende unsere Wachstumsschwäche. Ganz Europa braucht Reformen für mehr Zukunfts- und Wettbewerbsfähigkeit, dann erledigt sich für die EZB der Grund für ihre Geldpolitik und für die Sparer die Ursache der niedrigen Zinsen.

**die bank:** China tritt zunehmend selbstbewusster, man könnte auch sagen aggressiver auf, und die USA sind nicht bereit, China die Weltbühne zu überlassen. China oder USA: Man muss sich anscheinend für eine Seite entscheiden, und wie es aussieht, geht da ein Riss durch Europa. Was sollte die EU vor diesem Hintergrund tun?

**Theurer:** Die Bundesregierung hat es bislang versäumt, mit den europäischen Partnern eine China-Strategie aus einem Guss zu entwickeln. Das Thema Reziprozität ist hier das entscheidende Stichwort. Die EU hat bereits viel zu viel Zeit verstreichen lassen, um in ihrer Peripherie selbst für Infrastruktur und vor allem ein positives Image zu sorgen. Allein Deutschland unterstützt beispielsweise Serbien stärker als die Volksrepublik, die EU gibt ein Vielfaches. Doch die Bürger hören nur:



China. Wir verlieren vor allem den Propagandakrieg. Das muss sich ändern. Daneben muss Europa endlich erwachsen werden. Unsere Freunde, die uns auch kulturell und politisch näherstehen, sind die USA. Doch nur wenn wir mit einer Stimme sprechen, werden wir auch wirklich gehört.

**die bank:** Die USA weiten ihr Recht extraterritorial bereits auf die EU aus. Sie drohen beispielsweise aktuell Unternehmen und Institutionen, die beim Pipeline-Projekt Nord Stream 2 dabei sind, mit existenzgefährdenden Sanktionen. Wäre dies nicht bereits die Stunde der EU? Man hört nichts aus Brüssel dazu...

**Theurer:** Nord Stream 2 ist ja innerhalb der EU höchst umstritten. Es war ein schwerer Fehler der Merkel-Regierung, Nord Stream 2 nicht besser europäisch einzubetten. Das rächt sich jetzt.

Wenn man die Möglichkeiten wie etwa Gegensanktionen durchgeht, bleibt nicht viel. Letztlich gibt es nur einen Ausweg aus dem Dilemma. In den Verhandlungen zum Transatlantischen Freihandelsabkommen (TTIP) war bereits ein Abschluss unilateraler Sanktionen diskutiert

worden. TTIP ist zwar Geschichte. Es zeigt sich aber, wie wichtig rechtlich verbindliche Freihandels- und Investitionsschutzabkommen sind: Ohne eine regelbasierte internationale Wirtschaftsordnung zählt nur noch das Recht des Stärkeren.

**die bank:** Erst der Brexit, jetzt „Die sparsamen Vier“, die am Ende, mit Finnland dabei, fünf wurden: Geht da nicht bereits jetzt ein Graben durch Europa, der droht, sich weiter zu vertiefen?

**Theurer:** Finanzierungsfragen sind auch auf nationalstaatlicher Ebene schwierig. Warum sollte es dann auf der EU-Ebene leichter sein? Aus der Sicht der Steuerzahler ist es gut, dass es Mitgliedstaaten gibt, die auf Ausgabenbegrenzung drängen. Am Ende muss ein konsensfähiger Kompromiss stehen. Es gab und gibt immer wieder Gruppen von Staaten, die sich zusammenschließen, um in der EU ihre Interessen gemeinsam zu vertreten. Das ist bei einem Projekt einer solchen Größe das übliche Tagesgeschäft. Ich würde das von der grundsätzlichen Frage, ob man dabei sein will, trennen. Der Brexit hat ja dazu geführt, dass sehr vielen Menschen in Europa die Vorteile der EU klar wurden.

**die bank:** 2015 wurde – mit vielfältigen Erwartungen – das EU-Projekt Kapitalmarktunion angekündigt. Wie bewerten Sie die Erfolge aus heutiger Sicht, fünf Jahre danach?

**Theurer:** Die Erfolge sind aus meiner Sicht hinter den Hoffnungen zurückgeblieben. Das liegt auch daran, dass zentrale Harmonisierungsprojekte wie jene des Insolvenzrechts oder der Gemeinsamen Konsolidierten Körperschaftsteuererbemessungsgrundlage bis heute nicht umgesetzt sind. Auch in diesem Bereich muss die Bundesregierung während der deutschen EU-Ratspräsidentschaft substanzielle Fortschritte erzielen. Aber stattdessen diskutiert sie über eine verlängerte Aussetzung der Insolvenzantragspflicht in Deutschland.

**die bank:** Und noch eine Abschlussfrage: Das neue EU-Projekt heißt „Green Deal“, und ein wesentlicher Kern dabei sind die bereits vorgelegten Vorstellungen zu einer ESG-Regulierung und Taxonomie. Wie wird dieses Projekt ihrer Meinung nach in fünf Jahren dastehen?

**Theurer:** Gerade jetzt in der Corona-Pandemie müssen Klimaschutz und Standort-sicherung Hand in Hand gehen. Zum einen lässt sich mit einem funktionierenden Emissionshandel, der auf die Sektoren Wärme und Energie ausgeweitet wird, der notwendige Klimaschutz zu volkswirtschaftlich geringsten Kosten erreichen. Zum anderen stellt Green Finance einen wichtigen Zukunftsmarkt dar. Die EU hat hier eine globale Führungsrolle. In der Taxonomie muss allerdings darauf geachtet werden, dass Risiken für die Anleger korrekt abgebildet werden. Umweltpolitisch motivierte Risikofreistellungen bergen langfristig die Gefahr neuer Instabilitäten.

**die bank:** Herr Theurer, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Die Fragen stellte Monika Beyé.

CHANCEN UND RISIKEN DURCH DEN UMBRUCH?

# Digitale Geschäftsmodelle und ihre Finanzierung

Viele FinTechs bewegen sich in innovativen Nischenbereichen, forcieren neue Technologien und ermöglichen Effizienzsteigerungen. Dank ihrer Flexibilität können sie Dienstleistungen schneller an die Wünsche der angesprochenen Zielgruppen anpassen. Banken andererseits können mithilfe der FinTechs die eigenen unternehmerischen Ziele vorantreiben. Unser Autor beleuchtet die Vor- und Nachteile dieser Situation sowie die bereits entwickelten Symbiosen.



In der Zeit nach der Finanzkrise 2008 gelang zahlreichen FinTech-Start-ups ein rasanter Aufstieg mit überproportionalem Wachstum. Auf traditionelle Banken wurde in dieser Umbruchphase von der Finanzaufsicht massiver Druck ausgeübt: die Stabilisierung des eigentlichen Kernbankgeschäfts, der Abbau von Risikopositionen und die Eigenkapitalausstattung der Banken bekamen oberste Priorität. Potenzielle Investitionen in digitale Geschäftsmodelle traten dahinter zurück.

Das Festhalten der Institute an altbewährten Finanzierungsmodellen nutzten viele FinTechs, um renommierten Bankhäusern den Markt mit benutzerfreundlichen Applikationen im Überweisungsgeschäft, der Anlageberatung oder auch im Kreditgeschäft streitig zu machen. Bill Gates' Ausspruch aus dem Jahr 1994 „Banking is necessary, banks are not“ suggerierte sogar, dass FinTechs in absehbarer Zeit traditionelle Banken vollständig obsolet machen könnten.

Die vom Bundesfinanzministerium im Oktober 2016 veröffentlichte Studie „FinTech-Markt in Deutschland“ zeigt, dass die durchschnittliche Wachstumsrate der deutschen FinTechs seit 2010 bei etwa 150 Prozent pro Jahr liegt. Sie bezieht sich auf alle FinTech-Geschäftsideen rund um Kredit, Leasing, Geldanlage, Bezahlmethoden und Banking 2.0. Stand September 2019 gab es in Deutschland laut der comdirect FinTech-Studie von September 2019 ca. 900 FinTech-Start-ups, die nahezu alle traditionellen Bereiche des Bankgeschäfts auf innovative, schnelle, flexible und für den Endkunden kostengünstige Weise abdecken und dadurch zu ernst zu nehmenden Mitwettbewerbern in der alteingesessenen Bankenlandschaft heranwachsen.

### **Technologiestau bei den traditionellen Banken**

Die Nutzung der in den 1970er-Jahren für die Verarbeitung von Einlagen, Krediten und Buchungen entwickelten Kernbankensysteme hindert Banken heute vielfach, rasch technologisch zu den FinTechs aufzuschließen. Die

se Software wurde häufig in unflexiblen, heute fast ausgestorbenen Programmiersprachen geschrieben. Mit der seit Jahren zunehmenden Digitalisierung des Bankgeschäfts wurden diese Kernbankensysteme zwar immer wieder modifiziert, aber nicht vollständig umgestellt.

Die Modernisierung der Kernbankensysteme ist nicht nur zeitaufwendig und mit enormen finanziellen Mitteln verbunden, sondern kann auch zu erheblichen technischen Problemen in der Praxis führen.

Der kürzlich von der Deutschen Apotheker- und Ärztekammer vollzogene Wechsel vom bewährten Kernbankensystem der Fiducia GAD hin zum Schweizer Anbieter Avaloq irritierte Kunden mit einem neuen User Interface, und das neue Anmeldeverfahren beim Online Banking sowie Schnittstellenprobleme führten bei vielen Kunden zu wochenlangen Zugriffsproblemen auf ihre Bankkonten – zahlreiche Überweisungsaufträge wurden tagelang nicht ausgeführt.

FinTech-Unternehmen hingegen haben den technologischen Vorteil, auf der sogenannten „grünen Wiese“ starten zu können – frei von jeglichen Bindungen an die mittlerweile veralteten Legacy-IT-Strukturen.

### **Geschäftsmodelle der FinTechs**

FinTechs verfolgen das Ziel, den alltäglichen Umgang mit Geld und alle damit verbundenen Geschäfte für ihre Kunden übersichtlicher und einfacher zu gestalten, sei es durch Banking per App, Robo Advisory als moderne Form der klassischen Anlageberatung oder auch Crowd-Finanzierungen als Alternative zum traditionellen Bankdarlehen.

Die meisten FinTechs verfolgen kein Universalgeschäftsmodell, das eine Vollbanklizenz erfordern würde, sondern bewegen sich in innovativen Nischenbereichen, bei denen sie rechtliche Flexibilität für ihre Geschäftsideen genießen. Ihr Startvorteil ginge regelmäßig verloren, wenn sie der gleichen strengen und vollumfänglichen Regulierung und Kontrolle der Bankaufsichtsbehörden ausgesetzt wären wie traditionelle Banken.

FinTechs automatisieren Prozesse durch neue Technologien, die erhebliche Effizienzverbesserungen möglich machen. Kunden können rund um die Uhr an jedem beliebigen Tag, ortsunabhängig und selbstständig Dienstleistungen des jeweiligen FinTechs in Anspruch nehmen. Durch schlanke Prozesse ermöglichte interne Einsparungen, der Wegfall einer kostenintensiven Wartung von komplexen Legacy-IT-Systemen, durch die Vollautomatisierung vieler ansonsten manuell erfolgter Arbeitsschritte und durch die Einsparung von Personal sind die Produkte und Dienstleistungen meist erheblich günstiger als die etablierter Finanzdienstleister und Banken.

Überweisungen ins EU-Ausland sind ein klassisches Produkt, das bei Bankkunden zu viel Verdruss geführt hat. Kreditinstitute verlangen dafür stetig steigende Gebühren und dennoch kann eine Auslandsüberweisung mehrere Tage benötigen – sofern es sich nicht um eine Echtzeit-Zahlung (Instant Payment) im SEPA-Raum handelt. Diverse FinTechs greifen dieses Problem auf und versprechen einen besseren Service. Ihre Kunden können beispielsweise wählen, ob sie eine Überweisung in weniger als 30 Minuten zum Festpreis oder einen kostenlosen Transfer in mehreren Werktagen wünschen. Die Transparenz und das Wahlrecht schaffen Vertrauen und eine höhere Kundenzufriedenheit: In den meisten Fällen wird kein oder ein genau definierter Aufschlag auf die Wechselkurse berechnet und der beim Empfänger verbuchte Betrag kommt in genau der Höhe an, wie er beim Auftraggeber angezeigt wird.

Die enorme Flexibilität mangels aufwendiger Infrastruktur sowie besserer Datennutzung trägt dazu bei, dass die FinTechs Technologien und damit auch Dienstleistungen schneller an die Wünsche der angesprochenen Zielgruppen anpassen können. In diesem Zusammenhang wird gerade der Überweisungsmarkt von technologischen Innovationen überrollt. Die Blockchain-Technologie, die u. a. sichere Geldtransfers oder Wertpa-

pierbuchungen global ermöglicht, ist nur eine der häufig zum Einsatz kommenden Technologien.

Insbesondere der Zahlungsverkehr mit verhältnismäßig niedrigen regulatorischen Einstiegshürden gehört zu den hart umkämpften Teilsegmenten, die noch vor einigen Jahren ausschließlich klassisches Territorium der Banken und deren Kerngeschäft waren. PayPal als einer der bekanntesten Dienstleister in diesem Segment hat nach eigener Aussage allein in Deutschland 20,5 Millionen Kunden. Das aus London geführte FinTech Transferwise wird inzwischen nach seiner letzten Kapitalrunde mit 5 Mrd. US-\$ bewertet.

Im Finanzierungsbereich gibt es eine Reihe von FinTechs, die sich auf Crowdfunding, Kredite oder Factoring konzentrieren und damit ein Gegenangebot zum Bankdarlehen bieten. Das Konzept von Crowd-Finanzierungen basiert auf der Idee, dass die klassische Bank als Darlehensgeber von der sogenannten Crowd („Menge“) abgelöst wird, also einer Vielzahl von Einzelpersonen oder Unternehmen, die finanzielle Mittel für ein Vorhaben zur Verfügung stellt – sowohl im reinen Konsumentenbereich (C2C), als auch in der Konstellation B2C oder B2B. Beim Crowdfunding agiert die Crowd als Sponsor eines Vorhabens. Beim Crowdinvesting hingegen werden die Anleger Anteilseigner des finanzierten Unternehmens. Crowdlending wiederum zeichnet sich dadurch aus, dass Anleger als Kreditgeber auftreten und Kredite mit vorher festgelegtem Zinssatz vergeben. Bei allen Formen der Crowd-Finanzierung treten FinTechs als Vermittler zwischen Anleger und finanziertem Unternehmen auf; ihre eigene Marge erzielen sie durch die Erhebung von Gebühren im Fall einer erfolgreichen Finanzierung.

Ein weiterer von FinTech-Innovationen geprägter Bereich ist das Factoring, bei dem durch den Verkauf offener Forderungen an Dritte eine direkte Liquiditätssteigerung einer Unternehmung herbeigeführt wird. Banken verlangen für diese Art der Finanzierung häu-

fig einen gewissen Mindestumsatz ihrer Geschäftskunden. FinTechs hingegen ermöglichen auch Unternehmensgründern und Freiberuflern, denen eine Umsatzhistorie fehlt, auf eine Finanzierung mittels echtem oder unechtem Factoring zurückgreifen zu können.

Auch in den Bereich der Anlageberatung drang die Digitalisierung vor: Robo Advisors erstellen auf Basis von individuellen Risikoprofilen bzw. Risikopräferenzen Anlageempfehlungen, treffen Algorithmus-basierte Anlageentscheidungen für die Kunden und managen deren Wertpapierportfolios. Dieser Algorithmus basiert auf einer breitgefächerten Datenerhebung, die unter anderem die Risikobereitschaft, die Laufzeit und andere vom Kunden anvisierte Ziele berücksichtigt und wird fortlaufend mit neuen Informationen aktualisiert. Der menschliche Anlageberater in der Bankfiliale, der eine individuelle und persönliche Kundenberatung vornimmt, wird so durch einen vollautomatisierten, schnelleren und weniger fehleranfälligen Robo Advisor ersetzt.

### **Grenzen des stetigen Wachstums und Symbiosen**

Die Euphorie der Startphase, in der viele FinTechs von Disruption und Verdrängung klassischer Banken träumten, ist inzwischen einer realistischeren Betrachtungsweise gewichen. Umgekehrt entdeckten auch die Finanzinstitute das Potenzial von FinTechs und öffneten sich für deren Geschäftsideen. Seitdem haben sich die meisten Banken eine Erweiterung des klassischen Dienstleistungsangebots auf die Fahnen geschrieben, zum Teil durch selbstständige, integrative Entwicklung digitaler Geschäftsmodelle, zum anderen durch die Kooperation mit konkurrierenden jungen Anbietern.

Ein Zusammenschluss kann für beide Seiten Vorteile bieten, zumal oft ein Abhängigkeitsverhältnis vorliegt. Um ihr Portfolio vollends entwickeln und ausschöpfen zu können, benötigen viele FinTechs Hilfe von Banken, um Zugang zu deren Kundenstämmen zu er-

halten. Als Kooperationspartner werden Banken spätestens dann benötigt, wenn erlaubnispflichtige Geschäftsideen angeboten werden sollen. Schließlich haben Banken vielfältige Refinanzierungsmöglichkeiten, die sie Startups zugänglich machen können, und bieten zudem eine höhere Reputation bzw. Seriositätsgewähr, die gerade bei Finanzdienstleistungen einen entscheidenden Wettbewerbsfaktor ausmachen kann. Auf der anderen Seite machen sich die Banken die zukunftsweisen Geschäftsmodelle der FinTechs zunutze und können im Zuge dessen ihre eigenen unternehmerischen Ziele, vorwiegend den Ausbau ihres Portfolios, vorantreiben, um damit auch für ihre Kunden – primär im Firmenkunden-segment – attraktiv zu bleiben.

Das zu Beginn bestehende Konkurrenzdenken wurde vielerorts durch Symbiosen abgelöst und hat die Scheuklappen in Bezug auf ein gegenseitiges Verdrängen und den alleinigen Erfolg beseitigt. Dieser Befund wird bestätigt durch viele aktuelle Entwicklungen: große Banken betreuen neue B2B-FinTechs mittels Corporate Venture Funds und Inkubatoren, um diesen die Chance zu geben, das Maximale aus der ursprünglichen Geschäftsidee herauszuholen, um unter dem Schutz und durch die Erfahrung einer Großbank zu wachsen und um letztlich nicht direkt wieder vom Markt zu verschwinden. So investiert etwa die Commerzbank seit Jahren über den Main Inkubator und CommerzVentures in FinTechs, die sich sowohl in der Anfangsphase als auch schon in der Reifephase befinden. Durch die in den vergangenen Jahren zu verzeichnende erhebliche Steigerung von Investitionen in kooperative FinTechs zeigt sich, dass auch die klassischen Banken die Bedeutung der FinTechs erkannt haben und diese in ihre strategischen Überlegungen einbeziehen. Es wird verstärkt darauf gebaut, einander die Eigenschaften und Stärken zur Verfügung zu stellen, die dem jeweils anderen noch fehlen.



Die Kooperation zwischen Banken und FinTechs kann dabei auf unterschiedlichste Arten erfolgen: durch die Nutzung von FinTechs als strategische Partner, durch Investitionen in FinTechs, durch die bloße Inanspruchnahme der Dienstleistungen von FinTechs oder aber durch eine Mehrheitsbeteiligung seitens der Banken an FinTechs.

Dabei stellen strategische Partnerschaften aufgrund der geringen Eintrittsbarrieren die beliebteste Kooperationsform dar. So ist die Deutsche Bank beispielsweise bereits vor fünf Jahren eine Kooperation mit dem Start-up Gini eingegangen, das Daten aus Fotos und Scans extrahiert und den Bankkunden im Online Banking vorausgefüllte Überweisungsmasken zur Bezahlung von Rechnungen zur Verfügung stellt. Von den effizienteren Prozessen und dem verbesserten Kundenerlebnis profitiert vor allem auch die Deutsche Bank.

Mehrheitsbeteiligungen oder gar komplette Übernahmen bleiben bisher die Ausnahme. Durch derartige Akquisitionen sichert sich eine Bank zwar einen zeitlich unbefristeten Zugang zum Know-how des FinTechs; allerdings treffen hier häufig sehr unterschiedliche Unternehmenskulturen aufeinander, die eine Zusammenarbeit erschweren. Dass bei den Banken besonders B2B-FinTechs beliebt sind, zeigt sich daran, dass laut dem Finance Magazin bei zwei Drittel der insgesamt 147 Start-up-Beteiligungen von Banken das Firmenkundengeschäft im Vordergrund steht.

„FinTech as a service“ wird als selektive Inanspruchnahme von Dienstleistungen durch Banken als Kunden des FinTechs verstanden, wobei das FinTech sowohl für die Bereitstellung und Erbringung der Dienstleistung als auch für die stetige Weiter-

entwicklung seines Produkts allein verantwortlich ist. So nutzt beispielsweise die Commerzbank das Video-Legitimationsverfahren von IDnow für digitale Kontoeröffnungen. Und gerade im Hinblick auf die Corona-Krise zeigt sich, dass perspektivisch ein Großteil der Bevölkerung digitale und kontaktlose Dienstleistungen auch im Bankbereich der persönlichen Beratung vorziehen bzw. vorziehen müssen wird.

Neben den technischen Vorteilen, die FinTechs sowohl als eigenständige Finanzdienstleister als auch in Kooperation mit Banken bieten, sorgt auch die Suche von Investoren nach Alternativen zur langandauernden Niedrigzinsphase im Euroraum dafür, dass das generelle Investitionsinteresse in digitale Geschäftsideen im Finanzsektor nach wie vor ungebrochen ist.

Gleichwohl muss in diesem Zusammenhang auch die Kehrseite der Medaille betrachtet werden: die mit der Digitalisierung einhergehenden Risiken. Aus Kundensicht besteht insbesondere die Gefahr, dass die Automatisierung und besonders die Beratung, die mittels Algorithmen durch Datenerhebung erfolgt, zu Datenschutzverletzungen führen können. FinTech-Finanzdienstleister sind prädestiniert, Ziele von Hacker-Angriffen oder Cyber-Attacken zu werden, weil sie durch die breit angelegte Datenerhebung eine enorme Angriffsfläche bieten. Adressaten des Risikos sind nicht nur die FinTechs, sondern auch ihre Kunden, gleich, ob die jeweilige Dienstleistung im Rahmen des Zahlungs-, Beratungs-, oder Anlagegeschäfts erfolgt.

Die Aufsichtsbehörden stehen vor der Herausforderung, mit den schnellen technischen Veränderungen Schritt zu halten. Zwar achten sie darauf, dass FinTechs nicht ohne Kooperation mit Banken erlaubnispflichtige Bankgeschäfte erbringen, wodurch das übliche Schutzniveau in Bezug auf Know-Your-Customer-Prozesse und Geldwäschestandards

gewährleistet bleibt. Gleichwohl sind die neuen Technologien für nicht unerhebliche Betrugsrisiken anfällig, die ein feines Nachtarien der aufsichtsrechtlichen Bestimmungen erfordern. Die richtige Balance, technologische Weiterentwicklung zu erlauben, innovative Geschäftsmodelle bei Finanzdienstleistungen zum Wohle der Kunden zuzulassen und gleichzeitig die Seriosität dieser Angebote zu gewährleisten, ist eine delikate Gratwanderung, die viel Kommunikation und wechselseitige Information erfordert.

## FAZIT

Trotz der nicht unerheblichen Risiken, die eine Digitalisierung unweigerlich mit sich bringt, überwiegen eindeutig die Chancen, die FinTechs dem gesamten Finanzmarkt eröffnen, und die bisherigen Prozesse der Finanzindustrie und deren Produktangebote werden nachhaltig verändert. FinTechs sollten deshalb nicht als Bedrohung, sondern als Chance für klassische Banken gesehen werden, um einen perspektivisch langfristigen Wandel des eigenen Geschäftsmodells zu erreichen.

## Autor



Dr. Dietmar Helms ist Partner in der internationalen Wirtschaftskanzlei Hogan Lovells in Frankfurt am Main

und Experte für Verbriefungstransaktionen. Er berät bei Benchmark-Transaktionen und verhilft Start-ups dazu, maßgeschneiderte strukturierte Finanzierungen aufzunehmen.

Der Autor dankt den Kolleginnen Katharina Wollmert und Victoria Dehnert für die Mitarbeit an diesem Beitrag.



## DIE UNVOLLLENDETE

# Jetzt die Verbriefungsregulierung in der EU nachbessern

Die neue Verbriefungsregulierung hatte bis zum Beginn der Corona-Krise immerhin etwas Zeit, sich in der Praxis zu bewähren. Die Covid-19-Pandemie hat jedoch dafür gesorgt, dass auch vorher schon bestehende Unzulänglichkeiten nunmehr wie durch ein Brennglas betrachtet deutlicher zutage treten. Ein Beispiel dafür sind die Vorschläge des „High Level Forums“ zur Kapitalmarktunion. Der vorliegende Gesetzentwurf will die Regelungen für Balance-Sheet-Verbriefungen von Banken und für die Verbriefung von notleidenden Krediten deutlich verbessern. Leider werden aber nicht alle Anregungen aufgegriffen.



rinnern wir uns: Im September 2015 legte die EU-Kommission ihren Aktionsplan zur Errichtung einer Kapitalmarktunion vor. Ziel war es, die in Europa dominierende Bankfinanzierung stärker mit dem Kapitalmarkt zu verbinden, um das Finanzsystem krisenfester zu machen. Das adäquate Instrument dafür schien der EU-Kommission die Verbriefung zu sein, die über ein entsprechendes europäisches Regelwerk reaktiviert werden sollte.

Zwei Ziele waren damit verbunden: Erstens wollte man europäische Verbriefungen als Premiumprodukt etablieren, und zweitens wollte man den Banken damit einen Weg eröffnen, um Kreditrisiken effizient in den Kapitalmarkt zu transferieren.

Beim ersten Teil des Vorhabens wurde viel auf den Weg gebracht. Der zweite Teil des Projekts, der Risikotransfer, ging jedoch zunächst bei der Umsetzung des ersten Teils verloren. So wurde das eigentliche Ziel des EU-Projekts Kapitalmarktunion mehr oder weniger verfehlt. Ein Umstand, der sich insbesondere in der aktuellen Covid-19-Krise schmerzlich bemerkbar macht, denn die Kreditrisiken blieben bislang mehr oder weniger auf den Bilanzen der Banken.

### **Europäische Verbriefungen völlig transparent**

Doch zunächst zu dem, was neu geschaffen wurde. Mit der Verbriefungsregulierung, wie sie seit Anfang 2019 anzuwenden ist, wurde das Produkt europäische Verbriefung völlig transparent – unabhängig davon, ob es sich dabei um eine STS-Verbriefung (STS steht dabei für Standardised, Transparent, Simple) handelt oder nicht. Für STS-Transaktionen wurden darüber hinaus besondere Qualifikationsanforderungen an Struktur und

Transparenz geschaffen, die aufsichtsrechtlich auch streng gehandhabt werden.

Zudem wurde mit der neuen Regulierung die Möglichkeit geschaffen, die STS-Erklärung des Originators durch eine aufsichtsrechtlich anerkannte, private Institution verifizieren zu lassen. Ein Novum in der Finanzwirtschaft, auf EU-Ebene bei realwirtschaftlichen Gütern jedoch bereits seit langem mit gutem Erfolg praktiziert.

Heute, im Rückblick auf anderthalb Jahre STS-Verordnung in der praktischen Anwendung, kann man resümieren: Es hat sich bewährt. Das Premiumprodukt wird vom Markt angenommen, die Verifizierungsstellen werden genutzt, Loan-Level-Daten über das EDW veröffentlicht und Transaktionsdokumente zeitnah zur Verfügung gestellt.

Allerdings dienen Verbriefungen weiterhin überwiegend der Liquiditätsbeschaffung von Banken und Unternehmen. Hier konkurrieren sie mit Bankanleihen und Covered Bonds sowie den Kundeneinlagen. Und obgleich sie dabei eine gute Akzeptanz bei den Investoren finden, ist die eigentliche Absicht des EU-Projekts Kapitalmarktunion – nämlich die Vernetzung von Bank- und Kapitalmärkten – seitdem kaum vorangekommen.

Es fehlen wichtige Bestimmungen zu synthetischen Balance-Sheet-Verbriefungen, denn mangels STS-Regelwerk sind deren Eigenkapitalanforderungen zu hoch. Die Umsetzung der Regulierung passt also nicht zu ihrer ursprünglichen Zielsetzung, da ein wirklicher Risikotransfer von den Banken zu den Kapitalmarktinvestoren eher erschwert



als erleichtert wird. Dies wird gerade in der aktuellen Coronavirus-Krise allen Beteiligten schmerzlich bewusst.

Und auch die EU-Kommission scheint dies zu realisieren. Am 10. Juni legte ein von ihr einberufenes „High Level Forum on the Capital Markets Union“ seinen finalen Report vor, in dem vor dem Hintergrund der Covid-19-Krise weitreichende Vorschläge unterbreitet werden, wie man bislang Versäumtes nachholen kann.

Wie schon bei der Auflegung des Projekts Kapitalmarktunion 2016 steht dabei wiederum die Entwicklung eines funktionierenden Verbriefungsmarkts im Zentrum der Empfehlungen, um nunmehr endlich den Risikotransfer aus den Banken in den Kapitalmarkt in Gang zu bringen.

Damit dies geschieht, werden von den Experten des High Level Forums (HLF) folgende entscheidende Änderungen der etablierten Regulierung empfohlen:

1. Ein klares Regelwerk und eine einheitliche Umsetzung des SRT (Signifikanter Risikotransfer) unterstützt die Kapitalsteuerung von Banken gerade in Zeiten der Rezession.
2. Die Rekalibrierung der Kapitalanforderungen und Reduzierung der Untergrenze (Floor) für Senior-Tranchen gemäß CRR als konsequente Reaktion auf die äußerst geringen Ausfallraten europäischer Verbriefungen ist von hoher Bedeutung.
3. Eine entsprechende Rekalibrierung der Kapitalvorschriften für Versicherungen nach Solvency II im Sinne der Gleichbehandlung von Bank- und Versicherungsinvestoren ist wichtig.

4. Die Reduktion der Finanzierungskosten für SMEs durch die Schaffung eines European Single Access Point (ESAP) sollte baldmöglichst angepackt werden. Hier geht es um die Schaffung einer zentralen europäische Zugangsstelle für Unternehmensdaten.
5. Die Gleichstellung von True Sale und synthetischen Verbriefungen und die Einführung reduzierter Kapitalgewichte für STS hilft, den europäischen Bankensektor zu stärken und den Risikotransfer aus den Banken heraus voranzubringen.
6. Ein „Upgrading“ von Senior-STS- und Nicht-STS-Positionen in der Liquidity Coverage Ratio (LCR) als HQLA verbessert deren Liquidität. Dies wäre ein weiterer Beitrag Richtung Level Playing Field mit anderen Assetklassen.
7. Eine Differenzierung der Offenlegungsanforderungen für öffentliche und private Verbriefungen in der EU-Verbriefungsverordnung würde helfen, um gerade die Finanzierung von SMEs über private Verbriefungstransaktionen und ABCP Programme zu stärken.

Jede dieser Empfehlungen wird in dem Report von konkreten Vorschlägen für eine mögliche gesetzliche Umsetzung begleitet.

Zwei Schwerpunktthemen hat die EU-Kommission dabei in ihren Gesetzesvorschlag übernommen. Erstens vernachlässigt das STS-Regelwerk bislang synthetische Verbriefungen von Krediten auf Bankbilanzen weitestgehend. Die Bedeutung der synthetischen Verbriefung für die effiziente Eigenkapitalsteuerung von Banken wird nunmehr gesehen

und anerkannt, einen wesentlichen Beitrag hierfür hat die von der europäischen Bankenaufsichtsbehörde EBA und dem Verband IACPM veröffentlichte Studie zur stabilen Entwicklung dieses Instruments seit 2008 geliefert. Entsprechend soll das STS-Regelwerk baldmöglichst dahingehend erweitert werden, dass auch synthetische Verbriefungen im STS-Rahmen möglich sind.

Zweitens ist im Zuge des weiteren Krisenverlaufs mit einer Vielzahl von Kreditausfällen zu rechnen. Erst Mitte Juli veröffentlichte das Institut für Wirtschaftsforschung in Halle eine Studie, wonach zwischen 6 und 28 Prozent der deutschen Banken durch leistungsgestörte Kredite gefährdet sein könnten (IWH Online 4/2020). Ähnliche, ja schlimmere Zahlen können für andere europäische Länder erwartet werden.

Damit rückt die Handhabung der sogenannten Non Performing Loans (NPLs) in den Fokus der Krisenbewältigung und damit auch der Politik. In der Vergangenheit hat sich die Bündelung leistungsgestörter Kredite und deren anschließende Verbriefung als hilfreiches Instrument erwiesen, um Kreditkrisen zu managen. Oft waren dabei auch Staatsgarantien involviert. Jedoch bedarf es auch im Hinblick auf die Verbriefung von NPLs einiger Ergänzungen im Verbriefungsregelwerk, wie z. B. bei den Eigenkapitalanforderungen oder bezüglich der Anerkennung involvierter Staatsgarantien.

### **Bedeutung synthetischer Verbriefungen für die Kapitalmarktunion**

Worin liegt die Bedeutung der synthetischen Verbriefung für die EU-Kapitalmarktunion in der Covid-19-Krise? True-Sale-Transaktionen sind in der Regel deutlich aufwendiger als synthetische Verbriefungen, denn der einredefreie und insolvenzfeste Verkauf von Forderungen und die Übertragung von Sicherheiten muss dabei sichergestellt werden unter Berücksichtigung diverser nationaler Rechtsvorschriften u. a. aus dem Zivilrecht, Insolvenzrecht und

Steuerrecht. Länderübergreifende True-Sale-Transaktionen verbieten sich vor diesem Hintergrund fast von alleine.

Im Gegensatz dazu basieren synthetische Transaktionen auf einer Verlustgarantie einer dritten Partei, dies sind meistens Kapitalmarktinvestoren, die in Abhängigkeit der eigenen Kreditwürdigkeit eine Sicherheit zur Absicherung ihrer Verpflichtung stellen.

Synthetische Verbriefungen von Krediten, die auf der Bankbilanz gehalten werden, sind daher weniger komplex und kosteneffizienter durchzuführen. Sie können auch ohne größere Schwierigkeiten für Portfolien angewandt werden, deren Underlying aus verschiedenen europäischen Jurisdiktionen kommen, was hervorragend zum Gedanken einer europäischen Kapitalmarktunion passt.

Zudem bestehen auch gute historische Erfahrungen mit synthetischen Verbriefungen, vor allem mit der synthetischen Verbriefung von gewerblichen Finanzierungen. So ist die Förderung der synthetischen Verbriefung von Unternehmens- und Leasingfinanzierungen ein seit 1997 angewandtes Instrument der öffentlichen Europäischen Investitionsbankgruppe (EIB/EIF) und wurde auch von 2000 bis 2007 von der KfW Bankengruppe in Deutschland im Rahmen ihrer Promise- und Provide-Programme mit gutem Erfolg genutzt.

Die KfW legte diese Programme in der Krise 2000 auf, um die Banken zu entlasten. Dabei wurde das Risiko zunächst auf die KfW übertragen, um bei den verbriefenden Banken eine Nullgewichtung in der Eigenkapitalanrechnung zu erreichen; die KfW reichte die Risiken anschließend anhand synthetischer Verbriefungen an den Kapitalmarkt weiter. Insgesamt waren die KfW-Programme sehr erfolgreich und wurden für Kreditportfolien von über 100 Mrd. € genutzt. Und die Europäische Investitionsbank-Gruppe (EIB/EIF) ihrerseits stellte seit 1997 partielle Absicherungen für über 140 synthetische Verbriefungen bereit.

Diese Erfahrungen geben in der aktuellen Krise die Richtung vor. Insbesondere für Un-

ternehmenskredite und Leasingforderungen lässt sich über die synthetische Verbriefung schnell und wirksam eine Eigenkapitalentlastung und ein Risikotransfer in die Kapitalmärkte bewerkstelligen. Sie ist zudem, wie die beiden Beispiele zeigen, unter Involvierung öffentlicher Förderbanken auch ein breit und schnell umsetzbares politisches Instrument.

Wo stehen wir im aktuellen Gesetzgebungsverfahren? Am 24. Juli hat die EU-Kommission im Rahmen ihrer Covid-19-Aktivitäten ein „Markets Recovery Package“ verabschiedet mit den zwei erwarteten Schwerpunkten im Bereich Verbriefungen. Erstens werden für synthetische STS-Verbriefungen die Kapitalgewichtungen denen von True-Sale-Verbriefungen angepasst, sodass sich die Möglichkeit ergibt, die Kapitalsteuerung von Banken zu verbessern. Es bleibt allerdings abzuwarten, ob und in welchem Rahmen diese Maßnahme den gewünschten Erfolg bringen, denn es fehlt dabei der erste Punkt der HLF-Vorschläge zur klaren Regelung des signifikanten Risikotransfers, er wurde von der EU-Kommission nicht berücksichtigt.

Zweitens möchte die EU-Kommission die Hindernisse ausräumen, die es zurzeit in Europa schwer machen, leistungsgestörte Kredite zu verbiefen. Dabei geht es einerseits um die Anforderungen, die NPLs aufgrund ihrer Charakteristika kaum erfüllen können, wie z. B. die Anforderungen an die Kreditvergabeestandards und den Selbstbehalt, andererseits sind die Kapitalanforderungen für Senior-NPL-Tranchen, die oft von einer Bank finanziert werden, prohibitiv hoch.

Der Gesetzesvorschlag der EU-Kommission steht dabei in einem Spannungsfeld. Einerseits folgt man den Vorschlägen der EBA zu NPL-Verbriefungen vom Oktober 2019 weitestgehend, andererseits jedoch sind Abweichungen zu den sich in Konsultation befindlichen Vorschlägen des Baseler Ausschusses bereits abzusehen. Die sich daraus ergebenden Schwierigkeiten liegen auf der Hand.

## FAZIT UND AUSBLICK

Als Zwischenfazit für die Entwicklung der Verbriefungsregulierung lässt sich festhalten: Beide Gesetzesvorschläge der EU-Kommission haben eine hohe Dringlichkeit, was auch in der aktuellen Diskussion immer wieder hervorgehoben wird. Die EU muss vor dem Hintergrund der Pandemie Handlungsfähigkeit zeigen. Der Bericht des HLF hält eine Zeitspanne von zwölf bis 18 Monaten für realistisch, allerdings für ein deutlich breiteres Maßnahmenpaket, denn auch nach Umsetzung der neuen Regeln bleiben viele Punkte aus dem HLF-Papier noch offen. Ein Level Playing Field zu anderen Kapitalmarktprodukten fehlt damit weiterhin.

Auch sind wir noch weit von risiko-adäquaten Rekalibrierung der Eigenkapitalanforderungen entfernt. Doch wird mit dem vorliegenden Gesetzesentwurf zweifellos ein weiterer Schritt getan, um den regulatorischen Rahmen für synthetische Verbriefungen sowie die Verbriefung von NPLs deutlich zu verbessern. Und einen langen Atem hat jeder, der in den letzten zehn Jahren die regulatorische Diskussion um die Verbriefungsregulierung begleitete.

### Autor



Jan-Peter Hülbert, Geschäftsführer der True Sale International GmbH, Frankfurt am Main.

**KOMMENTAR ZUR VERBRIEFUNGSREGULIERUNG**

# Eine kleine Welt, in der für die große geprobt wird?

Gesucht wird: Eine kluge Regulierung. Denn auch, wenn Krisen oft strukturell ähnliche Ursachen haben mögen: die konkreten Auslöser wiederholen sich wahrscheinlich nie. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, wie viel Zeit und Kraft in die Regulierung des europäischen Verbriefungsmarkts investiert wurde und erst recht in die STS-Verbriefungen. Andere Kapitalmarktinstrumente sind gegenüber Verbriefungen im Vorteil. Die Kommentatoren sprechen sich für ein Level Playing Field für alle Bondmarktsegmente gleichermaßen aus.



History shows that there are two things we can be sure of when it comes to financial crises: there will be another one, and the next one won't be the same as the last.“ So steht es aktuell ganz oben auf der Web-Seite der Bank of England. Leider scheint diese uralte Weisheit in den letzten Jahren etwas in Vergessenheit geraten.

In der Geschichte gab es nur eine Tulpenkrise, es gab nur eine Implosion von Eisenbahnbonds und auch der Zusammenbruch des amerikanischen Subprime-Markts für Immobiliendarlehen wird so nicht wiederkommen. Krisen mögen strukturell ähnliche Ursachen haben. Eine allgemeine Überschuldung von Staat und Gesellschaft gehören sicher dazu. Doch die konkreten Auslöser im Einzelnen oder in einer Kombination derselben wiederholen sich selten, vielleicht sogar nie.

Eine kluge Regulierung konzentriert sich daher nicht primär auf den einen vermeintlichen Auslöser der letzten Krise. Vielmehr sollte sie sorgsam auf ein Level Playing Field zwischen den verschiedenen Kapitalmarktinstrumenten achten.

Gerade heute, in einer Zeit, in der viele innovative und auch traditionelle Kapitalmarktinstrumente nebeneinander existieren und um die Gunst der Investoren werben, ist es wichtig, dass keines der Instrumente besonders bevorzugt oder benachteiligt wird. Wenn sich alle auf einer gemeinsamen Ebene bewegen, ist der Finanzmarkt insgesamt stabiler. Um ein Bild zu verwenden: Sind im Wald alle Bäume gleich stark, wird Waldbränden besser vorgebeugt, falls ein Baum brennt. Für den Finanzmarkt: Bei einem Level Playing Field gehen wir besser gerüstet in die nächste Krise.

Doch daran fehlt es leider. Das bedeutendste und auffälligste Feld der Regulierung betrifft das größte Bondmarktsegment. Es dürfte aktuell ca. 60 bis 70 Prozent des Marktvolumens überhaupt ausmachen. Indes, es ist so gut wie überhaupt nicht reguliert. Vielmehr bleibt es von allen wesentlichen Bestimmungen der Bank- und Versicherungsregulierung

ausgenommen. Gemeint ist der Markt der Staatsanleihen.

Die Kapitaladäquanzverordnung (Capital Requirements Regulation, CRR) behandelt Risiken von Zentralstaaten und Zentralbanken so, als ob es diese gar nicht gäbe. Das Argument ist, jeder Staat könne zur Bedienung seiner Verbindlichkeiten Steuern erheben oder anheben, und Spötter ergänzen völlig unfairerweise: „Oder Geld drucken!“

In den Bilanzen der Banken schafft diese unterstellte Risikolosigkeit bemerkenswerte Effekte, die immer wieder untersucht werden: Wie viel Eigenkapital müssten Kreditinstitute eigentlich vorhalten, wenn die Ausnahmen für Staatsanleihen entfielen? Die Antwort ist unabhängig vom angewandten mathematischem Modell: Sehr viel mehr als jetzt. Darüber wird intensiv nachgedacht – auch in Basel.

Dennoch hat der aktuelle CRR Quick Fix im Zusammenhang mit der Covid-Krise daran nichts geändert. Im Gegenteil, möchte man sagen: Gewichtungsadjustierungen zur Marktanpassung sind für 2020 ausgesetzt – gerade auch für Staatsanleihen.

Für das zweitgrößte Segment, die gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds), reichen auf europäischer Ebene bislang zwei Seiten in der CRR (Art. 129), um sie abschließend zu bestimmen. Im Vergleich zur Regulierung der Staatsanleihen immerhin eine dramatische Steigerung des Regulierungsumfangs.

Und auch das drittgrößte Segment, die Corporate Bonds, sind auf europäischer Ebene wenig reguliert. Stattdessen gebe es – so bemängelt es noch 2017 der EU-Expertenbericht „Improving European Corporate Bond Markets“ – viele überlappende und widersprüchliche nationale Regulierungen, die eine Herausbildung eines europäischen Corporate-Bond-Markts erheblich erschweren. Dies ist bei der angestrebten Kapitalmarktunion misslich.

Angesichts der schwachen Regulierung dieser Marktsegmente ist bemerkenswert, wie viel Zeit und Kraft stattdessen in die Regulierung des europäischen Verbriefungsmarkts investiert wurde. Allein in der CRR werden

diesem Marktsegment nicht ein oder zwei Artikel, sondern ein ganzes Kapitel gewidmet.

Dazu ein paar Gedanken. Transparenz ist das zentrale Schlagwort der ABS-Regulierung. Level Playing Field? Der professionelle Anleger erhält bei Corporate Bonds im Wesentlichen Jahres- und Quartalsabschlüsse, und bei Covered Bonds lediglich allgemeine Poolinformationen. Bei Staatsanleihen ist es noch weniger. Provokant gesagt: Da gilt das Wort der jeweiligen Regierung. Von daher trifft es die englische Bezeichnung „Government Bonds“ korrekter als der deutsche Begriff „Staatsanleihen“. Diesen Marktsegmenten gegenüber wie auch generell ist das Produkt Verbriefung transparent bis in das letzte Detail.

Alle Emissionsunterlagen, alle detaillierten Poolinformationen sowie die genaue Entwicklung des verbrieften Forderungs- resp. Kreditportfolios, sind gesetzlich exakt definiert und müssen monatlich bzw. quartalsmäßig aktualisiert in einer jedermann frei zugänglichen zentralen und öffentlichen Datenbank bereitgestellt werden. Der Regulierungstext hierzu, die sogenannte ESMA Level-2 Regulierung, ist mehr als 400 Seiten stark und vermittelt einen guten Eindruck, wie ernst es der Gesetzgeber mit dem Transparenzgebot bei Verbriefungstransaktionen meint. Doch nicht nur bei der Transparenz sind europäische Verbriefungen wegweisend.

Für das neue Segment der Simple-Transparent-Standardised (STS)-Verbiefungen gemäß STS-Verbiefungsverordnung (VO EU 2017/ 2042) gelten noch weitergehende Anforderungen, als für das konventionelle Verbiefungsprodukt. Für STS-Transaktionen verlangt der Gesetzgeber die Erfüllung detaillierter Qualitätsanforderungen. Und er nimmt darüber hinaus auch Originator und Emittent in eine spezielle Pflicht, was die Umsetzung der besonderen STS-Anforderungen angeht.

Zudem schafft er eine zusätzliche Option, die man bislang nur aus dem Bereich realwirtschaftlicher Güter oder Prozesse kannte. Dort macht ein Hersteller Angaben zur Qualität der

Güter oder der Übereinstimmung der Systeme resp. deren Ergebnisse mit bestimmten Anforderungen. Die Verifizierung seiner Angaben erfolgt durch eine staatlich anerkannte und kontrollierte Stelle, etwa einem der Technischen Überwachungsvereine (TÜV). Solche Verfahren bestehen in der Realwirtschaft seit langem für die Überprüfung der europarechtlichen Vorgaben und Normen für Industrieprodukte – vom Kinderspielzeug über medizinische Geräte bis hin zu Atomkraftwerken –, und haben sich bewährt.

### „TÜV“ für Kapitalmarktinstrumente

Für die STS-Verbiefung wird mit der STS-Verordnung erstmals in der EU für ein Kapitalmarktinstrument ein solcher Qualitätssicherungsprozess eingeführt. Und aus Deutschland heraus bietet die aufsichtsrechtlich regulierte STS Verification International GmbH diesen Verifikationsdienst für STS-Verbiefungen in Europa an.

Diese Regulierung ist einerseits zu begrüßen. Qualität soll man fördern. Aber: Mit den hohen gesetzlichen Qualitäts- und Transparenzanforderungen verlässt die STS-Verbiefung noch umfänglicher das Level Playing Field mit anderen Kapitalmarktinstrumenten wie Staatsanleihen, Covered Bonds, in Deutschland Pfandbrief, Unternehmensanleihen, Kreditfonds etc. All diese sind selbst gegenüber der konventionellen Verbiefung im aufsichtsrechtlichen Vorteil.

Dies wiegt umso schwerer, da auch in der Eigenkapitalbelastung bei Investoren die konventionelle Verbiefung trotz der Unterlegung durch Vermögensgegenstände keineswegs besser abschneidet. Im Gegenteil. Bislang muss der regulierte Investor bei gleichem Rating für ein Verbiefungsprodukt in der Regel mehr Eigenkapital vorhalten als für einen anderen, nicht unterlegten Bond.

Im Sinne der angestrebten europäischen Kapitalmarktunion ist die STS-Verbiefung geschaffen worden. Sie tritt in die Reihe der erfolgreichen europäischen Verbiefungen, die auch in der Finanzkrise von 2008 strukturell nicht versagten. Das einst gescholtene hässliche Entlein der Verbiefung ist heute eher der stolze Schwan der erfolgreichen Kapitalmarktprodukte auf einem See, der dort seinesgleichen sucht.

So kann der Verbiefungsmarkt ein Vorbild sein für die anderen, wesentlich größeren Bondmarktsegmente, die in Europa in ihrer Regulierung sehr weit hinter dem Verbiefungsmarkt – STS oder konventionell – herhinken.





So stellen sich ebenso für die anderen Bondmarkt-Segmente Fragen:

- ▷ Wäre es nicht eine gute Idee, die Begrifflichkeiten und Anforderungen für alle jene Bondmarkt-Segmente europaweit einheitlich zu definieren?
- ▷ Und wäre es nicht ebenso eine gute Idee, wenn es um Transparenz, Standardisierung und Einfachheit geht, auch hier Premiumanforderungen zu definieren, um die Vergleichbarkeit der ansonsten heterogenen Produktwelt zu verbessern?
- ▷ Und wäre es nicht eine gute Idee, unabhängige, aufsichtsrechtlich anerkannte Stellen zu schaffen, die Emittenten und Investoren zur Seite stehen, wenn es um die richtige Interpretation der aufsichtsrechtlichen Normen geht und damit sicherzustellen, dass diese einheitlich im Sinne der Gesetze angewendet werden?

Keine Frage: Diese Änderungen würden dazu beitragen, die Bondmarkt-Segmente sicherer zu machen, ein Level Playing Field zu schaffen – und den oben genannten Wald zu schützen.

Daher erlauben wir uns den Appell: Auf geht's EU-Kommission! Tragen Sie im Interesse der Finanzmarktstabilität dazu bei, ein Level Playing Field zu schaffen für alle Bondmarkt-Segmente gleichermaßen.

Nutzen sie dabei die Erfahrung aus der Verbriefungsregulierung, für die Sie so viel Zeit und Mühe aufgewendet haben. Erst dann würde dieser Aufwand in viel größerer Dimensionen gerechtfertigte Früchte tragen. Denn es gilt immer zu bedenken: Die nächste Finanzkrise wird nicht so sein wie die vorherige!

#### Autoren



Prof. Dr. Michael Weller (li.), EBS Universität, Vorsitzender des Aufsichtsrats der STS Verification International GmbH (SVI), und Dr. Hartmut Bechtold (re.), Of Counsel der True Sale International GmbH (TSI).