

mehrwert

DAS INSTITUTIONELLE FACHMAGAZIN VON INVESTOR PARTNERS



Thema Risiken managen

Ausgabe 2 | April 2017



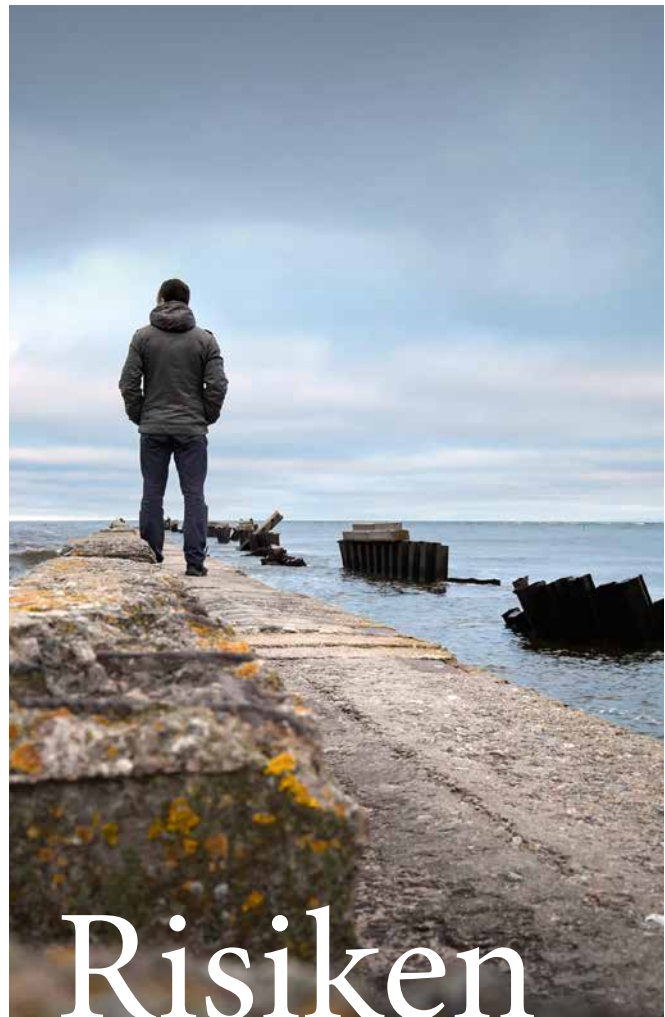
Immobilienfinanzierung

Risiken managen

Leveraged Loans vs. CLOs vs. High Yield | [Regulierung: TLAC/MREL](#) | Industrie 4.0 | [Real Estate Debt](#) | Nachhaltige Investmentstrategien | [Volatilitätsstrategien](#) | Aufsichtsrecht | [Emerging Markets](#) | FinTech | [Strategietage](#) | Risikomanagement | [Private Debt](#)

inhalt

- 04 _ **Im Spannungsfeld**
zwischen Rendite, Risiko und Nachhaltigkeit
- 08 _ **Risikomanagement**
unter der AIFMD als neue Herausforderung
- 12 _ **Sozial relevante Investitionen**
für Klimaschutz mit Return in Schwellenländern
- 18 _ **Volatilitätsstrategien im Aufwind**
- 22 _ **Real Estate Debt**
Risiken managen
- 24 _ **Strategietag für institutionelle Investoren**
- 26 _ **Industrie 4.0**
- 30 _ **FinTechs**
Freund oder Feind der etablierten Finanz-
industrie und ihre Auswirkung auf das Markt-
geschehen
- 34 _ **Assetklassen im Vergleich**
Leveraged Loans vs. CLOs vs. High Yield
Eigenschaften, Vor- und Nachteile
- 38 _ **Erholung abseits der Kapitalmärkte**
- 39 _ **Investment in Value-Add Immobilien**
Chancen trotz steigender Einstiegskosten
- 40 - **Private Debt**
Entwicklungen im europäischen Markt
- 44 _ **Kapitalmarktkonferenzen &
Seminare mit Mehrwert**
- 46 _ **Hintergrund zu TLAC/MREL**
- 52 _ **Noch so ein FinTech...**
FinTech ist nicht gleich FinTech
- 57 _ **Sielmann Stiftung**
- 59 _ **Impressum**



Risiken



managen



Liebe Leserin und Leser,

Kommunikation ist die Antwort, um Risiken zu managen.

Vielen Dank für das tolle Feedback zur letzten Ausgabe.

In eigener Sache begrüßen wir in der Geschäftsführung Oliver Faulstich. Nach der „silbernen Hochzeit“ in der Deutschen Bank widmet er sich nun auch mit Freude dem Querdenken bei Investor Partners.

Im Jahr 2017 werden wir Sie wieder mit innovativen Kapitalmarktkonferenzen, dem Aufspüren interessanter Opportunitäten und aufsichtsrechtlichem Input unterstützen. Die neue Ausgabe des institutionellen Fachmagazins mehrwert bietet wieder einen vielfältigen Mix und befasst sich unter anderem mit den weiter erhöhten Risiken der Kapitalmärkte. Viele Anlageklassen wirken auf den ersten Blick sicher, jedoch sollte das Risiko fortlaufend überprüft werden und man sollte sich nie in Sicherheit fühlen.

Wird durch die Reform des Einlagensicherungsfonds der klassische Direktbestand weiter seinen eingesetzten Niedergang fortsetzen? Es wird auf jeden Fall ein Umdenken erfolgen und das Abwarten auf bessere Zeiten ist endgültig vorbei.

Durch die Unabhängigkeit von großen Konzerngesellschaften sprechen wir auch in dieser Ausgabe ungezwungen wieder viele Themen an und hinterfragen gerne, um Mehrwerte für institutionelle Investoren zu schaffen.

Viel Vergnügen.

Herzlichst Ihr

Christian Becker

Geschäftsführer Investor Partners GmbH

Hintergrund zu TLAC/MREL

MICHAEL DOWSON-KROPF // INDEPENDENT CREDIT VIEW AG

Während der Finanzkrise 2007 sahen viele Industrienationen keine Alternative, als von der Insolvenz bedrohte Banken durch staatliche Rettungsmaßnahmen zu unterstützen. Diese Bail-outs beinhalteten in der Regel Kapitalerhöhungen oder staatliche Garantien für Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten der Banken.

Mit der Zeit wurden eine Vielzahl von gesetzlichen Gesetzen und Normen verabschiedet, die das Ziel verfolgten, Banken krisenfester zu machen und Banken, die trotzdem in Probleme geraten sind, ohne Belastung der Finanzstabilität und der Steuerzahler abwickeln zu können.

Ein wesentlicher Baustein dieser neuen Finanzmarktarchitektur sind die in der Europäischen Union (EU) Anfang 2015 eingeführten Abwicklungsregime für Banken, die u. a. die Ziele haben, einerseits ein für Unternehmen übliches Insolvenzverfahren und andererseits einen staatlichen Bail-out zu vermeiden. Die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens über eine überschuldete Bank ist wegen der Vernetzung der Bank mit anderen Marktteilnehmern häufig mit erheblichen Nachteilen für das Finanzsystem und die Realwirtschaft insgesamt verbunden.

Die europäische Richtlinie zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten (Bank Recovery and Resolution Directive: BRRD) wurde in Deutschland durch das Gesetz zur Sanierung und Abwicklung von Instituten und Finanzgruppen (Sanierungs- und Abwicklungsgesetz – SAG) zum 1. Januar 2015 in nationales Recht überführt. Ein wesentliches Instrument der Abwicklung ist die Gläubigerbeteiligung, der «Bail-in», d. h.

die Herabsetzung des Nominalbetrags einer Forderung bzw. deren Umwandlung in Eigenkapital. Die Möglichkeit der Abwicklungsbehörde, diesen Bail-in bei deutschen Banken anzuwenden, trat zum 1. Januar 2016 in Kraft.

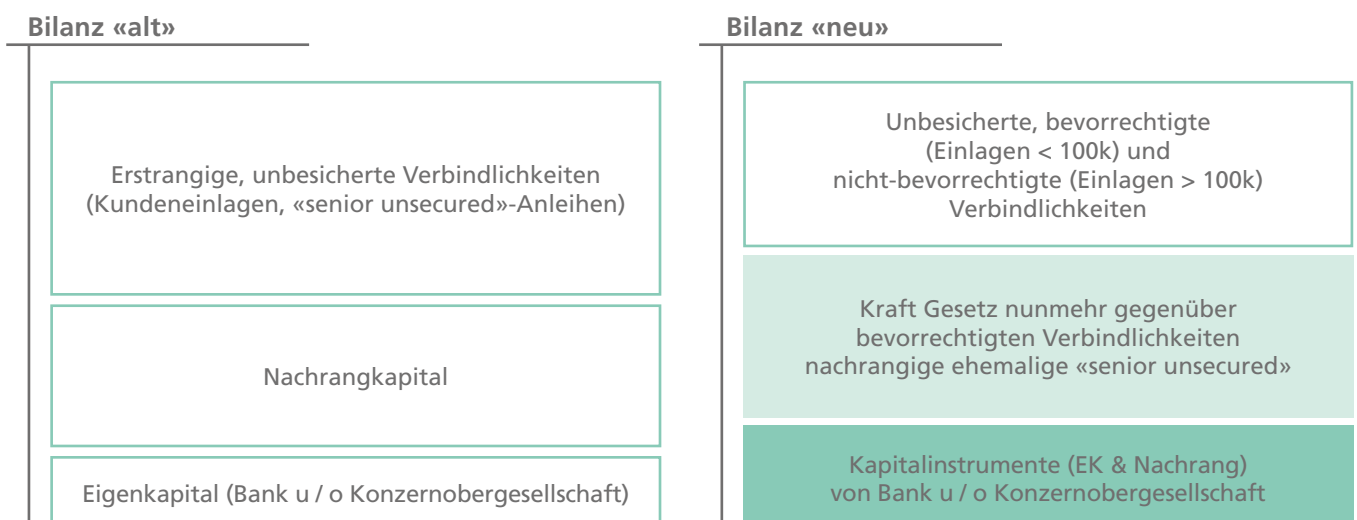
Um sicherzustellen, dass eine Bank im Falle eines Bail-in über ausreichend Bail-in-fähiges Volumen von Verbindlichkeiten verfügt, um die harte Kernkapitalquote wiederherzustellen, das Vertrauen der Marktteilnehmer zurückzugewinnen und die relevanten Funktionen weiterhin ausführen zu können, wurden auf globaler sowie europäischer Ebene Mindestanforderungen an vorzuhaltende Bail-in-fähige Verbindlichkeiten entwickelt bzw. bereits rechtlich umgesetzt. International gilt ab dem Jahr 2019 diesbezüglich eine Mindestanforderung an die gesamte Verlustabsorptionsfähigkeit global systemrelevanter Banken (G-SIB), die Total Loss Absorbing Capacity (TLAC). Diese TLAC-Anforderung wird nach der Umsetzung ins europäische Recht verbindliche Vorgaben unter anderem bezüglich der Höhe und Anerkennungsfähigkeit von Verbindlichkeiten beinhalten. In Deutschland sind vor allem die Deutsche Bank als G-SIB und die Unicredit Bank AG indirekt über ihre G-SIB-Mutter Unicredit SpA betroffen.

Für alle Banken, auch die nicht G-SIBs, gilt innerhalb der EU bereits seit Januar 2016 im Rahmen der BRRD eine Mindestanforderung an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten (MREL, Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities), die das gleiche Ziel wie TLAC verfolgt. Obwohl beide Initiativen das gleiche Ziel verfolgen, gibt es Unterschiede zwischen TLAC und MREL. Bisher ist ein wesentlicher Unterschied, dass TLAC-Verbindlichkeiten grundsätzlich nachrangig gegenüber nicht-TLAC-fähigen Verbindlichkeiten sein müssen. Die Nachrangigkeit kann per Gesetz, Vertrag oder Struktur (z. B. Holdingstruktur) geschaffen werden. Es ist wahrscheinlich, dass die Umsetzung des TLAC-Konzepts in den europäischen Aufsichtsrahmen eine Anpassung der MREL-Vorschriften in diesem Punkt nach sich ziehen wird.

Um den deutschen Banken quasi vom Start weg die Erfüllung dieser konkreten TLAC-(und zukünftigen MREL-)Anforderung zu ermöglichen, hat sich der deutsche Gesetzgeber auf Kosten der bestehenden Gläubiger von Bankschuldverschreibungen etwas Ungewöhnliches einfallen lassen. Mit dem Abwicklungsmechanismusgesetz wurde mit den Regelungen in § 46f Abs. 5 bis 7 Kreditwesengesetz (KWG) eine Änderung der insolvenzrechtlichen Rangfolge für bestimmte Verbindlichkeiten von Banken in der Insolvenz bzw. im Fall der Abwicklung nach SAG festgelegt. Danach werden seit dem 1. Januar 2017 in der Klasse der nicht nachrangigen Verbindlichkeiten Gläubiger von normalen Inhaber- und Namensschuldverschreibungen und Schuldscheinen erst nach allen anderen nicht nachrangigen Verbindlichkeiten befriedigt (s. Schaubild).

Auswirkungen TLAC/MREL in Deutschland

Schema «alt» vs. «neu»



* Vereinfachte Darstellung, ohne vorrangige oder besicherte Passiva



Aber Achtung, die EU-Kommission hat am 23. November 2016 erste Entwürfe u. a. für die Überarbeitung der Capital Requirements Regulation und BRRD mit der Absicht veröffentlicht, so weit wie möglich einheitliche Regelungen für TLAC und MREL, aber auch für die in Europa durchgeführten verschiedenen MREL-Umsetzungen zu schaffen. Da noch materielle Veränderungen der Regelungen zu TLAC und MREL erfolgen können, stehen die folgenden Ausführungen unter dem Vorbehalt möglicher Anpassungen.

Umsetzung von TLAC/MREL ins deutsche Recht hat das Verlustrisiko für Investoren in Namensschuldverschreibungen und Schuldscheine erhöht.

Die Abwicklungsbehörden sollen den Bail-in von Verbindlichkeiten benutzen, um eine systemrelevante Bank in Schwierigkeiten zu rekapitalisieren, indem sie Verbindlichkeiten der Bank in Eigenkapital umwandeln oder den Nominalwert einer Verbindlichkeit reduzieren. Seit Januar 2017 wurde die Anwendbarkeit dieses Instrumentariums noch praktikabler und damit wahrscheinlicher, weil durch die Wirkung der neuen § 46f Abs. 5 bis 7 KWG eine klare Gläubigerhierarchie bei einem Bail-in geschaffen wurde. Investoren in Schuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen können dann vor anderen unbesicherten, nicht nachrangigen Gläubigern zu einer sanierungsbedingten Verlustbeteiligung herangezogen werden.

Ich behaupte, dass die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls für Gläubiger von normalen Schuldverschreibungen und Schuldscheinen deutscher Banken durch die neue Bail-in-Gesetzgebung und die neue Insolvenzhierarchie größer geworden ist.

Banken sind in der Vergangenheit viel häufiger «gescheitert», d. h. sie haben externe Unterstützung in Form von Kapitalzuschüssen oder Garantien benötigt, um solvent und damit liquide zu bleiben, als dass Zahlungen auf ihre Verbindlichkeit ausgefallen sind.

Nicht die tatsächlichen Zahlungsausfälle in der Vergangenheit sind die relevante Orientierungsgröße für die Abschätzung zukünftiger Ausfälle, sondern eher die Häufigkeit des Scheiterns. Unter der Annahme, dass in der Zukunft bei einer Krise einer Bank der Bail-in von unbesicherten Gläubigern tatsächlich die staatliche Unterstützung der Vergangenheit ersetzt, lässt die Häufigkeit des Scheiterns von deutschen Banken in der Vergangenheit den Schluss zu, dass Investoren in der Zukunft eher Geld verlieren werden, als es in der Vergangenheit der Fall gewesen ist.

Die Liste der deutschen Banken, die ohne externe staatliche Unterstützung in den letzten 10 Jahren nicht nur gescheitert sind, sondern insolvent gegangen wären und Ausfälle für die Anleger verursacht hätten, umfasst eine Commerzbank, die Hypo Real Estate sowie einige Landesbanken. Die Liste verlängert sich, wenn man die Banken hinzuzählt, die durch den Sektor oder Subsektoren der deutschen Bankenindustrie vor dem Ausfall bewahrt worden sind.

Man kann dem entgegenhalten, dass die Banken durch die strengere Regulatorik generell sicherer geworden sind und dass deshalb die Ausfallwahrscheinlichkeit eher gefallen ist oder das reale Bail-in Risiko sich nicht gegenüber der Ausfallwahrscheinlichkeit unter der staatlichen Bail-out-Garantie der alten Prägung erhöht hat. Deutsche Banken sind heute gezwungen, gemessen an der Bilanzsumme mehr Kapital als Puffer für etwaige Verluste vorzuhalten als in der Vergangenheit. Sie haben ihre problematischen Kredite oder Wertpapiere seit dem Beginn der Krise drastisch reduziert und ihre Refinanzierung ist heute stabiler.

Zum Thema Kapitalisierung möchte ich anmerken, dass wir darüber argumentieren, ob die Erhöhung von 2% (2006) auf 3,7% (2016) Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme (Beispiel Deutsche Bank) einen ausreichenden Schutz gegenüber unerwarteten Verlusten geschaffen hat. Meiner Ansicht nach ist die Diskussion

über die richtige Kapitalisierung immer noch zu stark auf den Nenner fokussiert und dem Zähler wird zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Ob eine Bank mit 2% oder 4% Kapital zur Bilanzsumme «ausreichend» kapitalisiert ist, hängt am Ende doch eher davon ab, mit welchem Faktor die Bank die Ausfallwahrscheinlichkeit und die Verlusthöhe ihrer Aktiva unterschätzt.

Ich rate auch ab, bei der Höhe möglicher Verluste einer Bank die Finanzkrise als ein Jahrhundertereignis zu betrachten und die erlittenen Verluste bei etwaigen Stresstests als den absoluten worst case zu benutzen. Denn die tatsächlich außergewöhnlich hohen Verluste der Banken in 2008 und 2009 wären noch beträchtlich höher ausgefallen. Nur durch erhebliche Kraftanstrengungen in den großen westlichen Industrienationen, mit der Rettung von anderen Marktteilnehmern (z. B. AIG in den USA), Maßnahmen zur Stützung der Realwirtschaft (z. B. Stichwort Abwrackprämie) sowie einer flexiblen Rechnungslegung (Bewertung von Wertpapieren von fair-value auf at-cost umzuwidmen) wurde das vermieden.

Darüber hinaus ist die Ertragskraft der deutschen Banken, der erste Schutzwall gegen etwaige Verluste, entweder niedriger als vor der Krise oder kommt zusehends unter Druck und wird oft nur mit höheren Risiken bei den Finanzanlagen oder Zinsänderungsrisiken stabil gehalten.

Eine weitere Folge der deutschen Lösung zur TLAC/MREL-Anforderung ist, dass sich in extremis im Abwicklungsfall die Schwere eines Verlustes erhöhen könnte.

Angenommen zwei Banken erleiden nominal gleich hohe Verluste, die so hoch sind, dass beide eine Rekapitalisierung in gleicher Höhe aus dem Bail-in von Verbindlichkeiten benötigen. Die Höhe des Verlustes für die Investoren in den beiden Banken hängt jetzt u. a. von der Bilanzstruktur der jeweiligen Bank ab. Die

Bank mit der schmaleren Schicht an Bail-in-Papieren produziert dann den höheren Verlust für die Investoren.

In Deutschland, anders als in vielen anderen europäischen Ländern, wo durch die Schaffung einer neuen Klasse von nicht vorrangigen Verbindlichkeiten ein Schutzpolster für bestehende Schuldverschreibungen geschaffen werden soll, trifft die neue Bail-in-Realität Gläubiger, die schon in der Bank investiert sind. Diese Investoren haben keine Kompensation für ihre veränderte wirtschaftliche und rechtliche Situation bekommen.

Seit der Bekanntgabe der neuen Insolvenzhierarchie im März letzten Jahres deuten die leicht höheren Risikoaufschläge von Kapitalmarktmissionen deutscher Banken das höhere „Bail-in“-Risiko zumindest an. Wenn die Kompensation speziell bei Namensschuldverschreibungen und Schuldscheinen immer noch nicht hinreichend zwischen guten und schlechten Schuldnern differenziert, müsste sich das auch bald ändern.

Die neue Bail-in-Hierarchie hat dazu beigetragen, dass der Bundesverband der deutschen Banken Reformen für die freiwillige Einlagensicherung angekündigt hat, die den Schutz von Investoren in Schuldscheine und Namensschuldverschreibungen aufheben.

Viele sicherheitsorientierte institutionelle Investoren halten Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen von deutschen Banken, ohne sinnvollerweise nach der Kreditwürdigkeit der emittierenden Banken zu differenzieren. Letztendlich vertrauen sie darauf, dass die freiwillige Einlagensicherung des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB) mit ihrem Einlagensicherungsfonds wenn nicht die Zahlungsfähigkeit des Schuldners, dann doch zumindest die Zahlung von Zins und Tilgung auf dessen Schuldscheindarlehen und Namensschuldverschreibungen (im Unterschied zu Inhaberschuldverschreibungen) absichert.



Michael Dawson-Kropf,
Senior Credit Advisor
Independent Credit View AG

Banken mittlerer Größe durch den BdB unwahrscheinlicher.

Durch die angekündigte Reduzierung seines Zahlungsverprechens senkt der Einlagensicherungsfonds bzw. BdB gleichzeitig seine Exponierung bei Pleiten von Banken und damit auch seinen wirtschaftlichen Anreiz, Banken, vor allem nicht-systemrelevante Banken, durch Rettungsübernahmen vor der Insolvenz zu bewahren. In diesem Zusammenhang der Hinweis, dass bei kleinen Banken und Banken mittlerer Größe die jeweiligen spezifischen Anforderungen an MREL wahrscheinlich nicht über die bestehenden Gesamtkapitalanforderungen hinausgehen werden. Die Banken ohne Systemrelevanz geraten im Falle eines Scheiterns in eine reguläre Insolvenz.

Mit der neuen Bail-in-Wirklichkeit ist aber die Wahrscheinlichkeit gesunken, dass der deutsche Staat die freiwillige Einlagensicherung künftig in der Not wieder mit Krediten oder Garantien versorgen wird, wenn er fast zeitgleich diese Unterstützung der krisengeplagten Bank versagt. Die Parallelität von freiwilliger Einlagensicherung mit inflationären Zahlungsverprechen und dem staatlichen und aufsichtsrechtlichen Anspruch einer geordneten Abwicklung mit Bail-in statt mit Bail-out haben nicht zusammengepasst.

Der Bundesverband deutscher Banken hat am 17. Februar 2017 mit der Ankündigung von tiefgreifenden Reformen zur freiwilligen Einlagensicherung auf die neue Wirklichkeit reagiert. Namensschuldverschreibungen und Schuldscheindarlehen, die von Unternehmen, Versicherungen, Versorgungswerken und anderen halbstaatlichen Stellen gehalten werden, profitieren ab 01. Oktober 2017 nicht länger von der freiwilligen Einlagensicherung. Bestandschutz wird für vor dem 01. Oktober 2017 erworbene Schuldtitel gewährt.

Mittel- bis langfristig werden die Rettungsübernahmen von kleinen Banken und Rettungshilfen für

Im Ergebnis sollten Rettungsübernahmen oder Rettungshilfen durch den Einlagensicherungsfonds bzw. BdB, wie in der Vergangenheit in den Fällen Düsseldorf Hypothekenbank, Valovis Bank oder IKB Deutsche Industriebank geschehen, sehr viel unwahrscheinlicher werden. Der Einlagensicherungsfond bzw. BdB ist dann nicht mehr der größte (indirekte) Gläubiger und hat bei den Banken, die fast ausschließlich auf institutionelle Gelder und besicherte Refinanzierung angewiesen sind, keine Eisen mehr im Feuer. Am Ende sollte eine größere und lange überfällige Differenzierung der Refinanzierungsvolumina und -konditionen nach der Bonität der einzelnen Banken die Folge sein. Dies sollte institutionellen Investoren, die schon heute eine differenzierte Analyse vornehmen, spürbar entgegenkommen.

impressum



INVESTOR PARTNERS

Investor Partners GmbH
Kopenhagener Straße 10
65552 Limburg / Lahn
T +49 (0) 6431 403 41 50
F +49 (0) 6431 403 41 70

kontakt@investor-partners.de
www.investor-partners.de

Grafische Umsetzung

wind(t)mühle
juliane.windt@rz-online.de

Fotonachweis

shutterstock (Bildagentur):
Titel, Seite: 2 (2), 13, 18, 21, 28, 31, 33, 35, 48

Disclaimer

Dieses Dokument erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Genauigkeit der darin gemachten Angaben. Änderungen und Irrtümer bleiben vorbehalten. Für die Richtigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Angaben und Informationen übernimmt Investor Partners GmbH keine Gewähr. Jede in diesem Dokument geäußerte Meinung oder Einschätzung ist genereller Natur. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungsäußerungen und Daten stellen keinerlei Anlage-, Rechts-, Steuer- oder sonstige Beratung dar und dürfen nicht als Grundlage für eine Anlage- oder eine sonstige Entscheidung dienen. Die Prognosen sind als Beispiele zu verstehen, die auf bestimmten Annahmen beruhen. Eine Gewähr für den Eintritt der zugrunde gelegten Annahmen sowie eine Haftung für Abweichungen durch Änderungen der gesetzlichen Grundlagen und der wirtschaftlichen Entwicklung können nicht übernommen werden.



INVESTOR PARTNERS

25. + 26. SEPTEMBER 2017

Anmeldungen und Programm:
konferenz@investor-partners.de

5. Kapitalmarktkonferenz für Pensionseinrichtungen und Versicherungen

Sofitel Frankfurt Opera, Frankfurt am Main

Auszug der ersten Konferenz-Themen:

Venture Capital | Kapitalanlagen unter Solvency II |
Direktbestand im Jahr 2020 | Investmentsteuerreform |

KEYNOTE-SPEAKER



Wolfgang Bosbach,
Mitglied des
Deutschen Bundestages

