

Börsen-Zeitung

Zeitung für die Finanzmärkte

Sonnabend, 28. Dezember 2013 · Frankfurt am Main

www.boersen-zeitung.de

Einzelpreis Euro 4,15 · Nr. 248

D 1836 B

Brüssel signalisiert bei Finanzsteuer Kompromissbereitschaft

Einigung schon „in einigen Monaten“ möglich – Interview mit EU-Steuerkommissar Algirdas Šemeta

Börsen-Zeitung, 28.12.2013
 fed Brüssel – Die EU-Kommission steht einer Finanztransaktionssteuer in kleinerem Format nicht im Weg. „Wir würden einen Kompromiss mit einem weniger umfangreichen Anwendungsbereich unterstützen“, sagte der zuständige EU-Kommissar Algirdas Šemeta im Interview der Börsen-Zeitung über die laufenden Verhandlungen von elf Regierungen. Die bisherigen Beratungen hätten gezeigt, dass es einige Zugeständnisse brauche, um einen Kompromiss zu erreichen. Derzeit drehen sich die Verhandlungen um Schlüsselthemen wie Staatsanleihen und Repo-Geschäfte sowie die Behandlung der Primärhändler, also der Market Maker und der Pensionsfonds. „Es ist ja nicht ungewöhnlich, dass die EU-Kommission einen äußerst ehrgeizigen Vorschlag gemacht hat“, erklärte Šemeta. Deshalb sei nachvollziehbar, dass nun darüber verhandelt werde, welche Wertpapiere



Algirdas Šemeta
 „Es gibt auch eine ganze Menge von europäischen Firmen, die sehr erfolgreich Steuern vermeiden.“

gründet er auf die unveränderte Zusage der elf beteiligten EU-Staaten, eine europäische Finanztransaktionssteuer zu schaffen. „Ich sehe, dass sich auch die neue Bundesregierung für eine Finanztransaktionssteuer einsetzt“, erklärte Šemeta und fügte an, er wisse zudem aus Gesprächen mit anderen Regierungen, „dass sich an ihrem Engagement für eine solche Steuer ebenfalls nichts geändert hat.“ Neben der Finanzsteuer beschäftigt den EU-Kommissar die Frage, wie multinational tätige Unternehmen daran gehindert werden können, Gewinne zu verkürzen und zu verlagern. Aktuell knüpft sich die EU verschiedene Patentboxen vor, die mit dem Angebot niedriger Besteuerung Unternehmen locken, das Geschäft mit Patenten ins Land zu verla-

gern. Šemeta stellt klar, dass dabei geprüft werde, ob auf diese Weise Anreize für schädliche Praktiken geschaffen werden. Das Thema werde zwar oft nur mit Blick auf prominente US-Unternehmen wie Google oder Apple diskutiert. Es gebe aber auch „eine ganze Menge von europäischen Firmen, die sehr erfolgreich Steuern vermeiden“. Sie nutzten „Ungereimtheiten zwischen nationalen Systemen oder Schlupflöcher – viele davon legal oder am Rande der Legalität“. Deshalb müsse die Politik die Regeln anpassen, um solche Strategien unmöglich zu machen. Šemeta ist zuversichtlich, dass es gelingt, Unternehmen von aggressiver Steuerplanung und -vermeidung abzubringen, zumal viele Manager gar nicht erst abwarteten, bis die Politik Fakten schaffe, sondern ihre Geschäftsmodelle schon früher umstellen würden.

PORTFOLIO
Historische Anleihen sind Zeitzeugen der Inflation
 Geldentwertung ist ein Trauma der Deutschen. Hintergrund ist die Erfahrung mit der Hyperinflation der zwanziger Jahre. Historische Inflationsanleihen sind eine Mahnung an die Geldwertstabilität. **Seite 2**

BANKEN & FINANZEN
Schwellenmärkte locken Hedgefonds
 Alternative Anlagevehikel werden auch für Investments in Schwellenländern zunehmend zum Mittel der Wahl. Der Aufstieg der Hedgefonds-Branche hat sich zum Jahresende hin ungebrochen fortgesetzt. Sie verwaltet gut 2,5 Bill. Dollar. **Seite 3**

UNTERNEHMEN & BRANCHEN
Private Equity nur im Verkauf stark
 Finanzinvestoren blitzen häufiger bei deutschen Unternehmen ab. Doch im Verkauf haben sie 2013 mit 23,5 Mrd. Euro mehr als doppelt so viel wie 2012 erlöst und nähern sich dem Rekordwert des Boomjahres 2007. **Seite 9**

RECHT & KAPITALMARKT
Den „richtigen“ Wert gibt es nicht
 Beim Squeeze-out setzt sich die Erkenntnis durch, dass es den einen „richtigen“ Unternehmenswert nicht gibt. Der „wirkliche“ Wert ist als Spanne zu sehen. Wie groß die Bandbreite ist, die Gerichte akzeptieren, ist allerdings offen. **Seite 13**

KAPITALMÄRKTE
Jahresschluss-Rally treibt Dax über Marke von 9500 Punkten
 Die Jahresschluss-Rally der Aktienmärkte hält an. Der Dax ist dadurch gestern erstmals über die Marke von 9500 Punkten gestiegen. Experten und Investoren setzen auch für das Jahr 2014 auf Aktien. **Seite 17**

Tomorrow Focus setzt auf Reiseportal
Börsen-Zeitung, 28.12.2013
 jur München – Die Internet-Holding Tomorrow Focus greift auf dem Online-Reisemarkt an. „Der Reisemarkt ist stark umkämpft“, erklärt Vorstandschef Toon Bouten im Gespräch mit der Börsen-Zeitung. Nun wolle die Gesellschaft kräftig in das Hotelbewertungs- und Reisebuchungsportal HolidayCheck investieren. Dazu steckt Tomorrow Focus über zwei Jahre 4,5 Mill. Euro in eine komplett neue IT-Plattform und will zudem die Werbeausgaben im Jahr 2014 um mehr als 30% hochfahren. Zuletzt hatte etwa ProSiebenSat.1 durch den Kauf der Reiseportale Weg.de und Ferien.de sein Travel-Segment ausgebaut. Finanzvorstand Dirk Schmelzer streicht heraus, dass HolidayCheck im Gegensatz zu großen Wettbewerbern wie Trip Advisor an den über die Internetseite verkauften Reisen mitverdient. „Die Marge von 10 bis 15% auf den Reisepreis können wir trotz der starken Konkurrenz halten“, sagte er.

Immobilienmarkt in Frankreich hält sich
Börsen-Zeitung, 28.12.2013
 wü Paris – Obwohl die Wirtschaft vor sich hindümpelt, die Arbeitslosigkeit steigt und das Vertrauen der Verbraucher sinkt, bleiben die Preise auf dem französischen Immobilienmarkt recht stabil. Im dritten Quartal 2013 legten sie nach Angaben der Notarkammer und des Statistikamtes Insee im Falle von Altbauwohnungen um 0,1% zu, im Falle von Häusern gingen sie dagegen um 0,4% zurück. Der Kreditmakler ACE Credit hat festgestellt, dass 30% seiner Partnerbanken die Zinsen für Immobilienkredite im November leicht gesenkt haben. Dennoch werde es für Haushalte immer schwieriger, einen Immobilienkredit zu bekommen. „Wir beobachten eine Verschärfung der Regeln für die Vergabe und eine Verlängerung der Antworten auf die Anträge“, berichtet ACE-Chef Joël Boumendil. Frankreichs Markt für Gewerbeimmobilien dürfte BNP Paribas Real Estate zufolge 2013 ein Volumen von 18 Mrd. Euro erreichen.

Späte Bestellungen überfordern UPS
Börsen-Zeitung, 28.12.2013
 scd New York – Das Wachstum des Online-Händlers Amazon ist im US-Weihnachtsgeschäft offenbar von den Grenzen der Logistik gebremst worden. Im Kampf um Last-Minute-Käufer haben laut US-Medien zahlreiche Einzelhändler die Liefergarantie für Weihnachten kurzfristig auf den 23. Dezember nach hinten verlegt, ohne die Logistikpartnern rechtzeitig vorher zu warnen. So schafften es zahlreiche Bestellungen bei Amazon und anderen Anbietern nicht mehr zeitig unter den Weihnachtsbaum. Während Amazon dem Logistikpartner UPS die Hauptschuld zuschiebt, sieht Eric Best, CEO des Retail-Softwareanbieters Mercent, die Verantwortung eher bei den spätentschlossenen Einzelhändlern. Mercent zufolge sind die Bestellungen am 23. Dezember zum Vorjahr um 63% gestiegen. Für die gesamte Weihnachtszeit rechnen Marktforscher wie Forrester Research indes nur mit einem Plus von 15% im Online-Handel.

„Allenfalls ein anämisches Wachstum“
 Experten des Wirtschaftsbeirats Bayern warnen vor Fehlschlag der EZB-Politik
Börsen-Zeitung, 28.12.2013
 mic München – Die langanhaltende Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) feuert vor allem die Finanzmärkte an, aber nicht mehr die reale Wirtschaft. Mit dieser Warnung wendet sich ein Expertentrio des Wirtschaftsbeirats Bayern im Gespräch mit der Börsen-Zeitung an die Öffentlichkeit – während der Deutsche Aktienindex am Freitag ein neues Rekordhoch erklomm. „Es kommt zu einem allenfalls anämischen Wachstum“, erklärte Franz-Christoph Zeitler. Die Entwicklung Japans in den vergangenen 20 Jahren ist für den ehemaligen Vize-Präsidenten der Deutschen Bundesbank ein warnendes Beispiel. „Es wird das Gegenteil von dem bewirkt, was die EZB anstrebt“, erläuterte Zeitler die Stoßrichtung des Gutachtens des Wirtschaftsbeirats. Weil die EZB signalisiere, dass ein Kredit künftig günstiger sein könne, sei es aus Sicht der Unternehmen ra-

tionell, abzuwarten. Für die Banken sei es attraktiver, risikolos in Staatsanleihen zu investieren, statt Darlehen auszureichen. Auch nach Ansicht der Mitautorin Silke Wolf, der Geschäftsführerin des Bayerischen Bankenverbandes, verfehlt EZB-Präsident Mario Draghi zunehmend sein Ziel, die Kreditvergabe anzukurbeln. Sie schlägt Alternativen für Südeuropa vor. So könnten staatliche Förderungen durch die niedrigen Zinsen. Die Branche werde über alternative Garantiemodelle nachdenken müssen, sagte er. Die niedrigen Zinsen trafen auch die Krankenversicherung mit ihrem langfristig gebildeten Kapitalstock. Gerhard Tropp, als Revisionschef der Versicherungskammer Bayern beim Wirtschaftsbeirat engagiert, sieht zudem die Assekuranz vor erheblichen Herausforderungen durch die niedrigen Zinsen. Die Branche werde über alternative Garantiemodelle nachdenken müssen, sagte er. Die niedrigen Zinsen trafen auch die Krankenversicherung mit ihrem langfristig gebildeten Kapitalstock.

Teurer Korruptionsskandal
 Über die Weihnachtstage sorgte nun ein Korruptionsskandal dafür, dass Erdogan sein Kabinett in einer Hauruck-Aktion umbauen musste, er wechselte insgesamt 10 seiner 26 Minister aus. Die Rufe nach seinem eigenen Rücktritt werden immer lauter, schließlich habe er die Käuflichkeit seiner Mitstreiter jahrelang geduldet, heißt es. Die Aussicht auf die bislang schwerste Krise in der Ära Erdogan gibt den Finanzmärkten des Landes nun anscheinend den Rest – für ein Land, das massiv von ausländischem Kapital abhängt, ist das ein existenzielles Risiko. Wie die türkische Notenbank berichtet, haben internationale Investoren ihre Bestände an türkischen Staatspapieren in der Woche zum 20. Dezember um 532 Mill. Dollar auf ein Dreimonatstief von 53,8 Mrd. Dollar reduziert. Bereits in der Vorwoche hatten sie per saldo für 1,38 Mrd. Dollar verkauft. Zum Vergleich: Vor Beginn der Proteste – nämlich im Mai – summierten sich die Positionen noch auf 72 Mrd. Dollar.

Wachstum auf Pump
 Dieses Kapital hat der von Erdogan geführten Regierung geholfen, das Wachstum der vergangenen Jahre zu finanzieren. Und das war durchaus opulent: Seit seinem Amtsantritt vor zehn Jahren hat sich das nominelle Bruttoinlandsprodukt des Landes mehr als verdreifacht. Die Dollar-Anleihen der Türkei kommen im Schnitt auf ein Jahresplus von 9,7%. **Tempi passati.** Die Korruptionsuntersuchungen und die Aus-

MARKTDATEN

	27.12.	Vortag
Dax	9589,39	1,05%
Euro Stoxx 50	3111,37	1,24%
US Dow Jones (20h)	16476,27	-0,02%
Nasdaq Comp. (20h)	4154,68	-0,30%
1 Euro in Dollar (20h)	1,3762	1,3691
Gold / London in \$	1214,50	1196,50
Öl / Feb in \$ (20h)	112,24	111,98
Bund Fut / Mar (20h)	138,87	139,75
3-M-Euribor	0,293	0,294

Aktienmarkt unter Druck
 Türkischer Leitindex ISE 100 in Punkten

mark-Bonds um 41 Basispunkte auf 9,82%. Wie Bloomberg errechnet, erhöht sich das Renditeplus in diesem Jahr damit auf stolze 384 Basispunkte. Bei der richtungsweisenden zehnjährigen Staatsanleihe stieg die Rendite um 0,46 Prozentpunkte auf 10,27%. Zuvor hatte die Rendite bei 10,33% den höchsten Stand seit 2010 erreicht. Zum Vergleich: Vor Beginn der aktuellen Regierungskrise in Ankara Mitte Dezember lag der Zinssatz für zehnjährige Papiere noch bei rund 9,3%. Gleichzeitig steigen die Preise von Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS). Die CDS mit einer Laufzeit von fünf Jahren stiegen um über 30 Basispunkte auf 253 Basispunkte und erreichten damit das Niveau, auf dem sie zuletzt vor 18 Monaten notierten. Die kommenden Wochen dürften für die türkischen Finanzmärkte stressig werden. Schließlich ist mittlerweile bei allen Investoren das Signal angekommen, dass es sich bei den Unruhen nicht um ein vorübergehendes Phänomen handelt, sondern dass die Türkei vermutlich vor größeren Umwälzungen steht. (Börsen-Zeitung, 28.12.2013)

Flucht aus der Türkei

VON GRIT BEECKEN

Recep Tayyip Erdogan ist zum Jahresende hin in der Gunst der internationalen Anleger noch einmal deutlich gesunken. Der Korruptionsskandal rund um den türkischen Ministerpräsidenten hat einen Ausverkauf türkischer Vermögenswerte ausgelöst. Damit dürften die Bemühungen Erdogans, sich als Architekt der Wirtschaftswende und des Aufschwungs des Schwellenlandes zu etablieren, endgültig gescheitert sein. Doch der Reihe nach: Im Sommer demonstrierten Hunderttausende in Istanbul und Ankara gegen Erdogans Politik, die anfänglichen Demonstrationen weiteten sich schnell auf viele größere Städte der Türkei aus. Der Premier schlug den Aufstand nieder. Investoren reagierten verschreckt, ihre Verkäufe schickten Lira, Anleihen und Aktienkurse in den Keller. Zwar konnten sich die Finanzmärkte in den folgenden Monaten wieder etwas beruhigen, die politischen Unruhen aber hielten an.

MARKTPLATZ

Lira im Keller
 Und das war nur die Fortsetzung der Talfahrt an den beiden Weihnachtsfeiertagen. Auf Wochensicht hat der türkische Leitindex rund 8% verloren. Größte Verlierer waren Finanztitel – schließlich dreht sich ein Gutteil der Affäre um die staatliche Halkbank. Die soll versuchen, illegale Goldgeschäfte mit dem Iran zu vertuschen. Infolge des Massenexodus der Anleger gab auch die Lira weiter nach – im Tief fiel sie am Freitag auf 2,1764 Lira je Dollar – und erreichte damit ein Rekordtief. Für manch einen Marktteilnehmer war das der letzte Beleg dafür, dass die „Fassade von wirtschaftlicher Kompetenz, die die Regierung in den vergangenen Jahren so sorgsam aufgebaut hat“, nun daniederliegt. So formulierte es zumindest Michael Shaoul, Chief Executive Officer bei Marketfield Asset Management, gegenüber Reuters. Am Staatsanleihenmarkt kletterten die Renditen der zweijährigen türkischen Bench-



IM GESPRÄCH: GERHARD TROPP, SILKE WOLF UND FRANZ-CHRISTOPH ZEITLER

„Konflikte mit dem Ziel der Finanzstabilität“

Experten-Trio rund um den Wirtschaftsbeirat Bayern rügt die EZB-Niedrigzinspolitik – Zeitbombe betriebliche Altersvorsorge

Die Europäische Zentralbank gerät nach Ansicht des Wirtschaftsbeirats Bayern durch ihre aktuelle Geldpolitik zunehmend in einen Zielkonflikt mit der Finanzstabilität. Der ehemalige Bundesbank-Vizepräsident Franz-Christoph Zeitler warnt zudem vor einer andauernden Schwäche der Realwirtschaft.

Von Michael Flämig, München

Börsen-Zeitung, 28.12.2013

„In der Finanzwirtschaft kommen genau jene Geschäftsmodelle – der einlagenfinanzierte langfristige Kredit und die langfristig garantierte Lebensversicherung – unter Druck, die für die langfristige Stabilität besonders wichtig sind“, warnt Franz-Christoph Zeitler, ehemaliger Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, im Gespräch mit der Börsen-Zeitung. Je länger die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) anhalte, desto mehr verschoben sich die Chancen zu den Risiken und die Nutzen zu den Kosten. In einem Positionspapier, das Zeitler gemeinsam mit Silke Wolf (Geschäftsführerin des Bayerischen Bankenverbandes) und Gerhard Tropp (Revisionschef Versicherungskammer Bayern) erstellt hat, warnt der Wirtschaftsbeirat Bayern daher vor einer Gefährdung der deutschen Stabilitätskultur.

Jede Menge Fehlallokationen

Die Niedrigzinspolitik sei anfangs zur Bekämpfung der Finanzkrise richtig gewesen, erklärte Zeitler. Nach den für die Beurteilung der Geldpolitik maßgeblichen Daten des gesamten Euroraums sei auch derzeit noch ein Zinssatz unterhalb des Gleichgewichtsniveaus vertretbar, nicht aber ein sich ständig steigender Expansionsgrad der Geldpolitik. Denn mittlerweile seien die klassischen Nebenwirkungen zu beobachten: Fehlallokationen in der Realwirtschaft, eine Blasenbildung mit der Gefahr abrupter Korrekturen an den Finanzmärkten und die Gewöhnung der Staaten an niedrigere Kreditkosten.

Besonders wichtig ist dem Ex-Notenbanker ein weiterer Aspekt: „Es treten zunehmend Konflikte mit dem Ziel der Finanzstabilität auf.“ Einmal werde für die Bürger das individuelle Sparen für das Alter unattraktiv gemacht: „Jeder aber, der vorsorgt, schafft finanzielle Puffer für Krisen, stärkt die Finanzstabilität.“ Zweitens gerate das Geschäftsmodell von Retailbanken durch die schrumpfende Zinsspanne in Gefahr

(siehe Grafik). „Gerade jene Institute kommen unter Druck, die nach den Erfahrungen der Krise und den Vorgaben der Bankaufsicht – etwa den Liquiditätskriterien – ihr Einlagegeschäft verstärkt haben“, sagte Zeitler.

Bankenverbands-Geschäftsführerin Wolf schlägt in die gleiche Kerbe: „Jene Kreditinstitute, die durch ihre Konzentration auf das Einlagegeschäft besonders verantwortungsbewusst und sicher agiert haben, bekommen nun Probleme.“ Dies gelte nicht nur auf der Einlageseite, sondern auch bei den Darlehen. Denn EZB-Präsident Mario Draghi verfolge zunehmend sein Ziel, auf breiter Front die Kreditvergabe an Unternehmen anzukurbeln, sagte sie der Börsen-Zeitung.

Sprengsatz Betriebsrenten

„Es wird das Gegenteil von dem bewirkt, was die EZB anstrebt“, warnte auch Zeitler. Auf Seiten der Unternehmen sei Attentismus rational – schließlich signalisiere die EZB, dass sie weitere Pfeile in ihrem geldpolitischen Köcher habe und ein Kredit in Zukunft günstiger zu erhalten sei. Auf Bankenseite wiederum sei es attraktiver, risikolos in die durch die Kapitalrichtlinie privilegierten Staatsanleihen zu investieren, statt Kredite an Unternehmen herauszugeben. Angefeuert würden

durch die lang anhaltende Niedrigzinspolitik vor allem die Finanzmärkte, nicht mehr die reale Wirtschaft. Das Beispiel Japans in den letzten 20 Jahren zeige, dass damit das Wachstumspotenzial nicht ausgereizt werde: „Es kommt zu einem allenfalls anämischen Wachstum.“

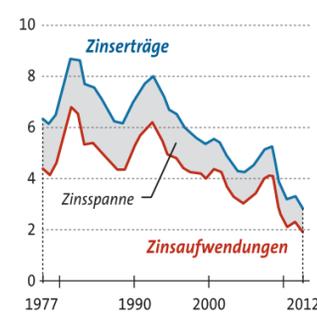
Verbandsgeschäftsführerin Wolf hält es für möglich, dass alternative Wege zur Kreditankurbelung in Südeuropa erfolversprechender sind: „Staatliche Förderungen wie bei uns über die Kreditanstalt für Wiederaufbau oder Garantiprogramme könnten wirkungsvoller sein.“

Extreme Belastungen sieht Wolf auch auf die betriebliche Altersvorsorge zukommen: „Dort tickt aus Unternehmenssicht eine kleine Zeitbombe.“ Denn der Referenzzinssatz sinke immer weiter – wobei Studien zufolge jeder Prozentpunkt die erforderlichen Rückstellungen um 10% in die Höhe schraube: „Das kann bis zur Schiefelage von Unternehmen führen.“ Wolf befürchtet, dass das Kapitalmarktrisiko über die Produktgestaltung zunehmend auf den Bürger abgewälzt wird: „Dieser Kulturwandel ist aber nicht wünschenswert.“

Tropp als Leitender Angestellter der Versicherungskammer Bayern streicht ebenfalls die sozialpolitischen Folgen der Niedrigzinspolitik heraus. Grundsätzlich stellt sich für ihn eine geschäftsphilosophische Frage: „Ist das langfristige Modell noch

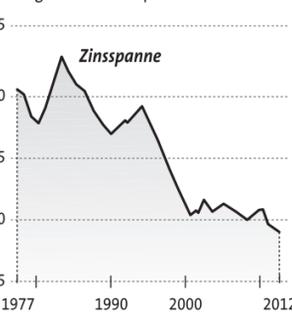
Wie das Zinsergebnis deutscher Banken schwindet

Angabe in Prozent der durchschnittlichen Bilanzsumme



© Börsen-Zeitung

Angabe in Prozentpunkten



Quelle: Deutsche Bundesbank

möglich?“ Zwar wolle die Versicherungsbranche keine Alarmstimmung verbreiten, doch die Niedrigzinsphase bringe erhebliche Herausforderungen mit sich.

In Kombination mit der Marktideologie in dem Eigenkapitalregime Solvency II und zunehmenden Regelungen des Gesetzgebers zugunsten einzelner Kunden wie beim Thema Ausschüttung von Bewertungsreserven entstehe ein gefährlicher Cocktail. „Die Branche kann zwar aufgrund ihrer breiten Diversifikation, ihrer langfristigen Kapitalanlage und der Nutzung von Instrumenten wie dem

Aufbau der Zinszusatzreserve ihre Verpflichtungen dauerhaft erfüllen, aber sie wird über alternative Garantiemodelle nachdenken müssen.“ In der öffentlichen Debatte gebe es eine Verengung auf die Lebensversicherung, aber auch die Krankenversicherung mit ihrem langfristig gebildeten Kapitalstock sei betroffen.

Mindestzins für Staaten

Risiken diagnostiziert der Wirtschaftsbeirat in der Gewöhnung der Staaten an die niedrigen Zinsen. Der Druck zur sparsamen Haushaltsführung sinke, scheinbar würden Spielräume in den Haushalten für neue ausgabenwirksame Gesetze geschaffen. So könne sich derzeit beispielsweise Italien problemlos finanzieren, die notwendigen Reformen wie im Arbeitsrecht würden aber nicht angegangen, sagte Zeitler. Das Land erleide durch stille Abwanderung von Unternehmen einen schleichenen Blutverlust. Die Regierungen müssten daher in ihrer Ausgabenplanung mit einem angemessenen Mindestzins kalkulieren, sagte Zeitler: „Die Europäische Kommission sollte die mittelfristige Finanzplanung der Staaten entsprechend überprüfen.“

Dem Argument, die in Deutschland besonders spürbaren negativen Realzinsen seien auf die „flight into quality“, die Kapitalverlagerung in den sicheren Hafen, zurückzuführen, hält Zeitler entgegen, das für die Einlagezinsen maßgebliche kurze Ende der Zinskurve werde nach wie vor von der Notenbank bestimmt. Außerdem sei durch die Maßnahmen der EZB wie insbesondere die dreijährigen Liquiditätskredite die Kapitalverlagerung im Euroraum zurückgegangen. Das Problem der negativen Realzinsen sei aber dennoch gewachsen.

ZU DEN PERSONEN

Finanzplatz-Experten

mic – Eine Bankenfachfrau, ein Geldpolitiker und ein Assekuranz-Experte: Diese Konstellation deckt die Strömungen am Finanzplatz Deutschland ganz gut ab. Wenn also Silke Wolf (Chefin des Bayerischen Bankenverbandes), Franz-Christoph Zeitler (ehemaliger Vize-Chef der Bundesbank) und Gerhard Tropp (Revisionschef der Versicherungskammer Bayern) für den Wirtschaftsbeirat Bayern das Wort ergreifen, ist für anspruchsvolle intellektuelle Tiefe gesorgt.

Dies ist auch notwendig bei der Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Denn so sehr das Thema die Medien beschäftigt, so stark scheint sich ein Gewöhnungseffekt in der Öffentlichkeit breitzumachen. Doch Zeitler ist nicht der Typ Mensch, der sich damit abfindet. Kenntnisreich kann er



Silke Wolf



Franz-Christoph Zeitler



Gerhard Tropp

die Schwachstellen in der EZB-Argumentation herauschälen. Wolf ihrerseits weiß genau, wo der Schuh drückt. Operativ hat sie die Kreditwirtschaft von 1989 bis 2011 als HVB-Beschäftigte kennengelernt, nun führt sie den Bankenverband. Der promovierte Betriebswirtschaft-

ler Tropp kennt als Revisionschef der Versicherungskammer Bayern nicht nur die Assekuranz, sondern als Ex-Büroleiter (2003 bis 2008) des damaligen bayerischen Ministerpräsidenten Edmund Stoiber auch politische Befindlichkeiten.

(Börsen-Zeitung, 28.12.2013)

GASTBEITRAG

Unterschiedliche Vergütungsregeln bergen beträchtliche Umsetzungsprobleme

Börsen-Zeitung, 28.12.2013

Die Gehälter der Asset Manager haben sich nach dem Einbruch während der Finanzkrise wieder erholt. Jedoch stehen aufgrund neuer Regulierungsinitiativen für einige Bereiche weitere Umstrukturierungen der Vergütung an. Die Finanzbranche wird daher neue Anreize im „War for Talents“ entwickeln müssen.

Die Gehälter der Asset Manager standen schon vor der Finanzkrise in der Kritik. Der Unmut in Deutschland und Europa spitzte sich allerdings während und nach der Finanzkrise zu, als bei zum Teil massivem Stellenabbau einige Mitarbeiter von verlustschreibenden Banken weiterhin sehr hohe Boni bezogen.

Gehälter sind stabil

Während diese Ausreißer die Diskussion prägen, zeigt ein Blick auf die tatsächlich gezahlte Vergütung ein weit weniger spektakuläres Bild. Fraglos sind in einigen Bereichen der Branche überdurchschnittlich hohe Gehälter und Boni üblich. Gleichwohl erhalten nicht einmal 0,5% der Mitarbeiter in Banken und nur rund 5 bis 10% der Fondsmanager in Deutschland Boni, die höher sind als das Grundgehalt. Dagegen ist die Mehrheit der Mitarbeiter bei Banken tarifangestellt und bekommt rund 3000 bis 4000 Euro Bonus jährlich. Im Fondsmanagement werden je nach Hierarchiestufe meist Boni von 20 bis 80% der Grundvergütung ge-

zahlt. Insgesamt bewegt sich die Gesamtvergütung im deutschen Fondsmanagement im Median von rund 62000 Euro für Einsteiger bis zu rund 360000 Euro für Top-Manager.

Betrachtet man die Gehälter im Asset Management im Zeitverlauf, zeigt sich für 2009, den Höhepunkt



Martin Emmerich

Leiter Rewards, Talent & Communication
Towers Watson

Florian Frank

Leiter Financial Services Practice
Towers Watson

der Finanzkrise, ein deutlicher Einbruch auf allen Hierarchie-Ebenen. Von 2010 bis 2012 haben sich Gehälter auf einem niedrigeren Nachkrisenniveau stabilisiert. So lagen die Gehälter 2012 im Median auf allen Hierarchieebenen unterhalb des Niveaus des Vorkrisenjahrs 2008.

Um eine weitere Krise zu verhindern, hat die EU bereits 2009 eine Empfehlung zu Vergütungsrichtlinien in der Finanzbranche verabschiedet. Nun werden diese Grundsätze sektorspezifisch für Banken, für Versicherungen und Pensionsfonds sowie für Asset Management

und Investmentfonds in Direktiven umgesetzt. Nachdem mit der CRD-IV-Richtlinie die Vergütungsregeln für Banken verschärft wurden, trifft die Regulierung erstmals auch die Asset-Management-Branche. Im ersten Schritt wurde der Spezialfondsbereich (alternative Investmentfonds, AIF) geregelt und mit-

ten alternativen Fonds wesentlich beeinflussen können, spezifisch reguliert. Während die Vergütungsrichtlinien für Banken auf den Schutz des Bankensystems abstellen, steht bei den Richtlinien für Spezialfonds der Anlegerschutz im Fokus. Dies führt dazu, dass die Vergütungsregeln für Risikoträger in Banken und im Asset-Management-Bereich zwar weitgehend übereinstimmen, jedoch viele Details unterschiedlich geregelt sind. Dazu zählen zum Beispiel:

- Bonusbegrenzung – Nur im Bankenbereich gilt für alle Mitarbeiter, dass der Bonus maximal so hoch sein soll wie das Festgehalt.
- Bonushöhe – Im Bankenbereich wird die Bonushöhe über Hierarchiestufen festgelegt, im Asset-Management-Bereich über den absoluten Betrag.
- Bonuseinbehaltung – Im Bankenbereich ist der zurückzubehaltende Bonus gekoppelt an die nachhaltige Unternehmenswertentwicklung, im Asset-Management-Bereich an die Fondsentwicklung.
- Identifizierung der Risikoträger – In beiden Bereichen werden unterschiedliche Funktionen auf Unternehmensebene als Risikoträger definiert; auch die Höhe der Vergütung, welche die Eigenschaft Risikoträger nach sich zieht, unterscheidet sich.

Damit sind die Regelwerke für die Finanzindustrie nicht vollständig harmonisiert. Die Unterschiede sind

zwar für die jeweilige Branche teilweise durchaus sinnvoll. Die unterschiedliche Ausgestaltung stellt die Finanzunternehmen jedoch vor beträchtliche Umsetzungsprobleme, insbesondere in Gesellschaften, die aufgrund unterschiedlicher Geschäftsbereiche sowohl die Institutungsverordnung für Banken als auch das KAGB für Asset Manager erfüllen müssen. Dies wirft etwa folgende Fragen auf:

- Wie soll eine einheitliche Definition der Risikoträger aussehen, bzw. wie soll die Einheitlichkeit des Vergütungssystems im Konzern sichergestellt werden?
- Wird der Bonus für alle Mitarbeiter auf die Höhe des Fixgehalts begrenzt? Oder soll der Bonus der Mitarbeiter im Asset Management über dem Fixgehalt liegen dürfen – was eine Ungleichbehandlung im Unternehmen nach sich zieht?
- Muss für einige Mitarbeiter der Bonus an die nachhaltige Wertentwicklung der Gruppe und für andere an die Fondsentwicklung gekoppelt werden?
- Insbesondere die Koppelung eines Teils des Bonus an die Fondsentwicklung stellt die Asset-Management-Branche vor Herausforderungen, nicht nur aufgrund der Vielzahl an Fonds. Einige Risikoträger sind in das Management mehrerer Fonds involviert. Dies führt theoretisch zu einer Vielzahl möglicher Kombinationen, die individuell abgebildet und administriert werden müssen. Zu-

dem können die meisten Spezialfonds weder jederzeit bewertet noch Anteile der geschlossenen Fonds an Mitarbeiter vergeben werden. In der Folge muss die Wertentwicklung des jeweiligen Fonds synthetisch abgebildet werden, oder ein Mitarbeiter wird nicht an allen Fonds gemessen, die er verantwortet. Das zieht neue Interessenkonflikte nach sich. Die Regulierung im Asset-Management-Bereich führt also zu einer erheblichen Ausweitung der Komplexität der Systeme. Dies kann sich negativ auf die Motivationswirkung der Boni auswirken.

KURZ GEMELDET

Lombard zeigt sich im US-Steuerstreit selbst an

Börsen-Zeitung, 28.12.2013

Lombard Odier zeigt sich im US-Steuerstreit selbst an. Nach eingehender Analyse sei das Institut zu dem Schluss gekommen, sich vorsichtshalber in die Kategorie 2 einzuteilen, heißt es. Banken der Kategorie 2 wissen oder können nicht ausschließen, dass US-Kunden Steuern hinterzogen haben. Auch die VP Bank (Schweiz) hat sich „nach sorgfältiger Beurteilung der Situation“ dieser Kategorie zugeordnet, wie es am Freitag hieß. Reuters/jsc

Millionenstrafe für Barclays in den USA

Börsen-Zeitung, 28.12.2013

Die Financial Industry Regulatory Authority (Finra) hat gegen die britische Großbank Barclays eine Geldbuße von 3,75 Mill. Dollar verhängt. Wie der US-Regulierer mitteilt, entsprach die Dokumentation elektronischer Kommunikationsformen wie E-Mail oder Instant Messaging durch das Institut in den Jahren 2002 bis 2012 nicht den Anforderungen der Behörde, etwa bei Auftragsbestätigungen im Wertpapierhandel und bei der Kontoführung. hip

Behörde soll Festsetzung des Tibor überprüfen

Börsen-Zeitung, 28.12.2013

Der japanische Bankenverband JBA zieht Konsequenzen aus dem Skandal um Zinsmanipulationen. Es werde eine selbständige Behörde gegründet, die den Prozess zur Festsetzung der Zinssätze strenger überprüfen soll, hat JBA angekündigt. Der Verband ist für die Berechnung und Veröffentlichung des japanischen Referenzzinssatzes Tibor verantwortlich. Krisen zufolge soll die Behörde in der ersten Hälfte 2014 ihre Arbeit aufnehmen. Reuters

Weniger Datenklau am Geldautomaten

Börsen-Zeitung, 28.12.2013

Dank moderner Technik kommen Datendiebe am Geldautomaten immer seltener zum Zug. In den ersten elf Monaten des Jahres 2013 sank der Schaden durch das sogenannte Skimming von 20 Mill. Euro im Vorjahreszeitraum auf rund 11 Mill. Euro, wie es bei der Euro Kartensysteme GmbH heißt. Schon 2011 habe sich der Schaden durch den Einsatz von Kartendubletten im Vergleich zum Vorjahr halbiert. dpa-afx