

Interview with Christophe Frankel, CFO and Deputy Managing Director, ESM **Published in *Boersen-Zeitung*, 10 October 2015** (Original German version)

Christophe Frankel, CFO des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und des europäischen Rettungsfonds EFSF, bereitet im Interview der Börsen-Zeitung die Bondanleger darauf vor, wie sich der ESM und die EFSF in den kommenden Jahren an den Anleihemärkten positionieren werden. Frankel erläutert auch, welche neuen Fixed-Income-Produkte dabei zum Einsatz kommen können. Börsen-Zeitung, 10.10.2015

Herr Frankel, das Refinanzierungsvolumen des ESM hat sich in diesem Jahr im Vergleich zu dem, was Sie ursprünglich zum Jahresanfang erwartet hatten, deutlich erhöht. Der Grund hierfür ist das dritte Hilfsprogramm für Griechenland. Wie haben Sie Ihre Refinanzierungsstrategie darauf ausgerichtet?

Das neue Griechenland-Programm ist ein großer Schritt für den ESM. Bislang hat der ESM nur rund 40 Mrd. Euro an Spanien ausgezahlt und für Zypern werden es am Ende bis zu 9 Mrd. Euro sein. Aber es darf nicht vergessen werden, dass die 86 Mrd. Euro bis 2018 für das dritte Griechenland-Programm das obere Limit sind, die Summe also geringer ausfallen könnte. Dafür gibt es folgende Gründe: Erstens gehen wir davon aus, dass sich der IWF finanziell beteiligen wird. Zweitens könnte es sein, dass die Einnahmen aus den Privatisierungen in Griechenland den Finanzbedarf senken. Und drittens sind wir zuversichtlich, dass Griechenland schon vor dem Programmende 2018 wieder an den Markt gehen kann, falls die Regierung die wirtschaftspolitischen Reformauflagen entschlossen umsetzt. Griechenland war bis zur zweiten Jahreshälfte 2014 mit den Reformen auf gutem Weg und konnte 2014 zwei Mal erfolgreich mittelfristige Anleihen begeben.

Welche Einflüsse ergeben sich konkret für das Funding?

Wir erwarten nicht, dass wir die volle Programmsumme über den Markt finanzieren müssen. Das liegt daran, dass wir den Teil der Summe, der für die Rekapitalisierung der Banken vorgesehen ist - bis zu 25 Mrd. Euro - in ESM-Papieren auszahlen. Diese Papiere schaffen wir durch ein Verfahren, das wir Issue and Repurchase Process nennen, kurz IRP. So haben wir bereits 10 Mrd. Euro in ESM-Papieren auf ein von uns verwaltetes Konto in Luxemburg eingezahlt. Falls notwendig, könnten unter bestimmten Voraussetzungen für diesen Zweck weitere 15 Mrd. Euro in Form von ESM-Papieren hinzukommen. Diese 25 Mrd. Euro werden somit nicht sofort im Markt emittiert, sondern über eine Periode von mehreren Jahren.

Was ist der Vorteil?

Dieses Verfahren ermöglicht uns, Griechenland in sehr kurzer Zeit große Summen zur Verfügung zu stellen, ohne dabei größere Marktbewegungen zu verursachen. Damit schützen wir den Wert unserer Anleihen, was positiv für unsere Investoren ist. Das Volumen, das wir darüber hinaus am Markt über Emissionen aufnehmen müssen, entspricht dem Volumen, das wir auch schon in der Vergangenheit über den Anleihemarkt finanziert haben. Ich habe insofern keinen Zweifel daran, dass wir das neue Griechenland-Programm in bewährter ESM-Manier reibungslos umsetzen können.

Wie stellen Sie sicher, dass Sie noch genügend Flexibilität im Markt haben, um auch noch für ausreichende Liquidität in den Anleihen zu sorgen?

Der befristete europäische Rettungsfonds EFSF wurde vor rund fünf Jahren ins Leben gerufen, der ESM folgte vor drei Jahren als dauerhafte Institution. Unsere Funding-Strategie entspricht den Erfordernissen, denen wir uns heute bei der Kapitalbeschaffung gegenübersehen. Der ESM hat ein bestens eingeführtes Programm für kurzfristige Geldmarktpapiere, was uns ermöglicht, in kurzer Zeit Liquidität zu beschaffen, die dann nach und nach in langfristige Finanzierungen überführt wird. Hier eröffnet das dritte Griechenland-Programm dem ESM nun die Gelegenheit, noch länger laufende Anleihen als bisher zu emittieren. Das erhöht die Flexibilität bei der Wahl der Papiere, die wir künftig emittieren und hilft, die Investorenbasis des ESM weiter zu verbreitern. Zudem weiß unsere Investorenbasis genau, wie wir arbeiten. Wir informieren die Investoren nämlich regelmäßig darüber, in welchen Zeitfenstern wir voraussichtlich emittieren werden. Das macht uns als Emittent transparent, vorhersehbar und flexibel. Dabei können wir uns immer den Marktgegebenheiten anpassen, nicht nur bei den Volumina, sondern auch beim Timing.

Wie unterscheiden Sie sich als ESM-Emittent von anderen supranationalen Emittenten?

In rein technischer Hinsicht sind wir in der supranationalen Welt ein sehr spezifischer Emittent. Wir fokussieren uns auf Benchmarkanleihen in Euro. Wir achten für unsere Investoren sehr stark auf eine hohe Liquidität. Wir machen bisher keine Private Placements und emittieren bislang nicht außerhalb des Euro. Das mag sich in der Zukunft ändern, aber derzeit ist das unsere Strategie. Wir verfügen darüber hinaus über einen regelmäßigen Auktionsprozess von Geldmarktinstrumenten, den Bills. Diese Geldmarktpapiere haben ein ausreichend hohes Volumen. Auch das ist im Bereich der Supranationals, Sub-Sovereigns und Agencies - die SSA - einzigartig. Mit diesen Instrumenten operieren wir am Markt, und wir wollen sie weiter ausbauen.

Nutzen Sie noch den Marktzugang über die Deutsche Finanzagentur?

In der Anfangsphase des EFSF konnten wir auf das Funding-Team der Deutschen Finanzagentur und das deutsche Auktionssystem zurückgreifen. Mit dem Start des ESM vor drei Jahren haben wir das Funding-Team beim ESM in Luxemburg integriert und weiter ausgebaut. Wir greifen nun nicht mehr auf die Deutsche Finanzagentur für unsere Emissionsaktivitäten zurück. Wir emittieren auch zu anderen Zeitpunkten, deshalb ergeben sich mit der Finanzagentur keine Überschneidungen mehr. Allerdings gibt es weiterhin eine Anbindung an die Deutsche Bundesbank durch das ESM Bidding System, das wir für unsere Bill- und Bond Auktionen nutzen.

Wieso ist der ESM in einzigartiger Lage, dass er sowohl politische Aspekte als auch Funding-Aspekte erläutern kann?

Die Marktteilnehmer verfolgen sehr genau, was wir sagen, da wir sehr nah an den politischen Diskussionen sind. Wir sind in einer interessanten Position: Wir sind Teil verschiedener Diskussionen im Euroraum, und zugleich sind wir sehr nah an den Märkten. Wir können also gut erläutern, wie im Euroraum die Institutionen funktionieren und warum bestimmte Entscheidungen zustande kommen. Das macht gefasste Beschlüsse nachvollziehbar. Marktteilnehmer schätzen das. Für Marktteilnehmer innerhalb oder außerhalb Europas ist es oft schwer, Details von Entscheidungen zu verstehen oder zwischen den Zeilen zu lesen. Wir können da helfen. Marktteilnehmer wollen verstehen, wie der Euroraum funktioniert.

Ist das Kapital der Mitgliedsstaaten voll eingezahlt beim ESM?

Ja, das Kapital der Mitgliedsstaaten des ESM ist seit dem vergangenen Jahr voll eingezahlt. Bei dem eingezahlten Kapital handelt sich um etwas mehr als 80 Mrd. Euro. Damit hat der ESM das höchste eingezahlte Kapital aller internationalen Finanzinstitutionen weltweit. Ursprünglich waren es genau 80 Mrd. Euro, aber seitdem Lettland und Litauen der Währungsunion beigetreten sind, ist die Summe etwas höher. Wir legen unser eingezahltes Kapital nach strengen Richtlinien konservativ in sehr sicheren und sehr liquiden Assets an. Das eingezahlte Kapital, das das Geld der Steuerzahler im Euroraum darstellt, wird nicht für Darlehen an Programmstaaten verwendet. Das ist ein sehr wichtiger Aspekt. Neben den 80 Mrd. Euro an eingezahltem Kapital gibt es das abrufbare Kapital im Volumen von gut 620 Mrd. Euro. Das gesamte gezeichnete Kapital liegt somit bei gut 700 Mrd. Euro. Sollte es zu dem sehr unwahrscheinlichen Extremfall kommen, dass der ESM seine Zahlungsverpflichtungen nicht einhalten könnte, dann könnte auf dieses Kapital zurückgegriffen werden.

Nehmen Sie das Asset-Management für das eingezahlte Kapital selbst vor?

Ja, das wird bei uns intern vorgenommen. Wir haben hierfür ein Team von momentan sechs Portfoliomanagern. Sie haben sehr restriktive Vorgaben für die Investments. Das oberste Ziel ist die Kapitalerhaltung.

Seit März dieses Jahres kauft die Europäische Zentralbank (EZB) Bonds. Im Rahmen dieses Programms darf die EZB auch Anleihen der EFSF bzw. des ESM erwerben. Die Liquidität in diversen Bondsegmenten hat infolgedessen abgenommen, in manchen Fällen sogar dramatisch. Ist abnehmende Liquidität auch für Sie ein ernster Aspekt?

Wir haben nicht den Eindruck, dass die Liquidität in unseren Bonds dramatisch abgenommen hat. Im Bereich der Anleihen öffentlicher Emittenten, also im SSA-Bereich, gibt es ein paar Entwicklungen, die zusätzlich zum Bondkaufprogramm der EZB dieses Segment beeinflussen. Dazu zählen auch neue Regularien für den Bankensektor. Das beeinflusst auch die Tätigkeit von Market-Makern oder den Zugang der Investoren zu Liquidität. Emittenten müssen das in ihrer Funding-Strategie mit berücksichtigen. Wir beobachten die Sekundärmarktliquidität deshalb sehr genau und stehen in einem engen Kontakt zu den Marktteilnehmern, um auch deren Sichtweisen und Probleme zu kennen. Wir tauschen Informationen diesbezüglich in verschiedenen Investorengremien aus. Momentan sehe ich da aber keine starken Marktbeeinflussungen oder Verzerrungen.

Und wie sieht es mit der Neuemissionsprämie aus?

Die Neuemissionsprämie, also die Renditedifferenz zwischen einer gerade emittierten Anleihe und einer ausstehenden Anleihe am Sekundärmarkt, ist leicht angestiegen. Das sind ein paar Basispunkte verglichen mit der Prämie im vergangenen Jahr. Das ist aber nicht signifikant. Ich würde auch nicht sagen, dass wir diese Situation am Markt als dramatisch beschreiben müssten.

Erwarten Sie denn eine abnehmende Liquidität, weil unter Umständen die EZB das Quantitative Easing ausweiten wird?

Dazu kann ich keinen Kommentar abgeben. Wir kommentieren die EZB-Politik grundsätzlich nicht. Ich kann allerdings sagen, dass die EZB meines Erachtens im Rahmen des Programms sehr marktschonend handelt. Es gibt einen guten Informationsaustausch zwischen der EZB und den Marktteilnehmern. Die EZB nimmt sehr genau wahr, was im Markt passiert und sie gibt den Marktakteuren sehr weitreichende Informationen über den Ablauf des Programms.

Was sagen Ihre Investoren: Fürchten sie eine abnehmende Liquidität und damit einhergehende volatile Marktverfassungen?

Es ist sehr schwer abzuschätzen, wie sich das entwickeln wird. Auf den Markt werden regulatorische Aspekte einwirken, die im Bankensektor noch nicht vollständig implementiert sind. Dazu kommt dann der Effekt des Bondkaufprogramms. Des Weiteren müssen die konjunkturellen Aspekte und ihre Wirkung auf den Markt einkalkuliert werden. Es sind noch einige Tätigkeiten von Arbeitsgremien abzuwarten, die auch die Funktionsfähigkeiten des Marktes tangieren werden. Ich habe aber nicht das Gefühl, dass es bei den Marktteilnehmern in dieser Hinsicht große Ängste gibt mit Blick auf die Entwicklung.

Ist die Emissionstätigkeit schwieriger geworden, seitdem die EZB Anleihen kauft?

Der Markt passt sich neuen Gegebenheiten an, und wir können mit unserer Funding-Strategie flexibel auf die Nachfrage der Investoren reagieren. Unsere beiden vorigen Anleihetransaktionen sind sehr gut gelaufen. Sie sind sogar noch besser gelaufen als die beiden Deals, die wir Ende 2014 und Anfang 2015 gebracht haben. Es gibt keine Schwierigkeiten. Die Orderbücher unserer beiden vorangegangenen Bond-Transaktionen waren sehr groß. Das haben wir lange nicht gesehen. In unserem Sektor funktioniert der Markt insofern weiterhin recht gut.

Hat sich in diesem Marktumfeld ansonsten bezüglich Ihrer Emissionstätigkeit etwas geändert?

Es hat keine starken Veränderungen gegeben. Wir haben schon immer flexibel auf die Nachfrage der Investoren reagiert. Wir haben eine etwas höhere Neuemissionsprämie. Aber das ergibt Sinn. Denn die EZB darf keine Bonds im Primärmarkt kaufen. Deshalb gibt es Nachfrageunterschiede im Primärmarkt und im Sekundärmarkt. Und deshalb gibt es auch bis zu einem gewissen Punkt eine höhere Neuemissionsprämie. Wir befinden uns in einem Niedrigrenditeumfeld, zum Teil sind die Renditen sogar negativ. Das zeigt Auswirkungen. Manche Investoren wollen oder dürfen nicht in Bonds mit negativen Renditen investieren. Aber angesichts der gut gefüllten Orderbücher - einmal war es eine dreijährige, das andere Mal eine zehnjährige Laufzeit -, können wir doch feststellen, dass sich die Märkte den neuen Gegebenheiten anpassen.

Haben Sie Pläne für neue Fixed-Income-Instrument, oder wollen Sie auch in Fremdwährungen in naher Zukunft emittieren?

Für die nahe Zukunft gibt es keine derartigen Pläne. Der Fokus ist derzeit auf Liquidität und damit auf große Benchmarks ausgerichtet, und zwar entlang der gesamten Laufzeitenkurve. Wir werden aber noch längere Laufzeiten emittieren als bisher. Momentan bleiben wir aber noch im Euro und damit bei den in Euro denominierten Bonds.

Bis zu welcher Laufzeit wollen Sie denn gehen?

Das wissen wir derzeit noch nicht. Denn das hängt davon ab, welche Laufzeiten im Griechenland-Programm benötigt werden, also welche Erfordernisse sich im Programm einstellen. Die finalen Bestimmungen sind im Programm noch nicht festgelegt, und deshalb wissen wir die endgültigen Laufzeiten auch noch nicht. Die durchschnittliche Laufzeit in diesem Programm liegt bei etwas über 32 Jahren. Die finalen Kreditlaufzeiten wurden aber noch nicht festgelegt. Eine Bondlaufzeit von 30 Jahren könnte also zu einem späteren Zeitpunkt zum Einsatz kommen. Unsere längste Laufzeit beim ESM liegt derzeit bei zehn Jahren. Aber für die EFSF haben wir schon Bonds mit 30 Jahren Laufzeit gegeben. Im Rahmen der Hilfen für Spanien und Zypern gab es keine Notwendigkeit, Laufzeiten von

mehr als zehn Jahren zu wählen. Aber für Griechenland werden wir nun längere Laufzeiten nehmen müssen.

Und wie sieht es in Zukunft mit Fremdwährungsbonds aus?

Erstmal werden wir weiterhin im Euro emittieren. Im kommenden Jahr werden wir aber die technische Implementierung für die Emission von Bonds in anderen Währungen beginnen. 2017 werden wir dann sehen, ob es den Bedarf für die Emission von Bonds in anderen Währungen gibt. Die Emissionen können dann in anderen wichtigen Währungen erfolgen. Momentan werden wir das aber noch nicht vornehmen.

Sind variabel verzinsliche Anleihen - sogenannte Floater - eine Alternative für Sie?

Bei den Floatern haben wir es zumeist mit einer sehr geringen Liquidität zu tun. Außerdem ist schwierig, in diesem Segment höhere Volumina zu emittieren. Es gibt zwar Marktphasen mit einer hohen Nachfrage nach Floatern. Aber in diesem Niedrigrenditeumfeld und bei diesem Verlauf der Zinskurve bekommen wir nicht viele Anfragen für dieses Instrument. Es ist ein Instrument, das wir generell machen könnten, aber momentan sehen wir hierfür keine substantielle Nachfrage.

Sind Private Placements für Sie eine Alternative zu Ihren öffentlichen Benchmarks?

Wir wollen uns auf Benchmarktransaktionen konzentrieren. Wir arbeiten auch an der technischen Implementierung der sogenannten Namensschuldverschreibungen. Die technischen Vorbereitungen sind eventuell Ende dieses Jahres abgeschlossen. In Abhängigkeit von der Nachfrage und der Marktverfassung könnten wir dieses Instrument einsetzen. Aber momentan bleibt der Fokus bei den öffentlichen Benchmarks.

Wir haben ein Downgrade der Kreditwürdigkeit von Frankreich gesehen. Führen Sie intern Berechnungen durch, bei welchem Rating-Level der Mitgliedsstaaten die EFSF- bzw. - ESM-Bonds ihr "Aa"-Rating verlieren würden?

Wir stehen in engem Kontakt zur Ratingagentur. Sie hat uns sehr deutlich gemacht, dass ein weiteres Downgrade um einen Notch bei Frankreich nicht dazu führen würde, dass der ESM sein Doppel-A-Rating verliert. Verständlicherweise besteht ein gewisser Zusammenhang zwischen der Kreditqualität der Mitgliedsstaaten des ESM und dem Rating des ESM. Die Ratingagentur hat aber auch erklärt, dass die Mission des ESM, der Status des ESM, die Struktur der Institution, der große Kapitalrahmen, die Größenordnung des eingezahlten Kapitals und die maximalen Kreditkapazitäten zusammengenommen zu einem sehr soliden System des ESM führen. Es gibt also keine direkte Verbindung - quasi einen "One-to-one-Link" - von den Ratings der Mitgliedsländer oder gar einem einzelnen Staat zum Rating des ESM.

Was wären die Konsequenzen, wenn Banken die ESM-Bonds mit Eigenkapital unterlegen müssten? Befürchten Sie dann einen geringeren Investorenappetit für Ihre Anleihen?

Momentan laufen diesbezüglich sehr viele Beratungen und Diskussionen. Dies ist ein wichtiger Punkt sowohl für Investoren als auch für die Agencies und die supranationalen Emittenten. Uns ist als Emittent bewusst, wie wichtig dieser Aspekt ist. Wir favorisieren bei regulatorischen Maßnahmen sämtliche Aspekte, die die Stabilität des Systems weiter erhöhen. Man muss natürlich berücksichtigen, dass wir auf der Emittentenseite stehen. Wir sehen aber, dass es einen guten Dialog zwischen den Regulierern und den Marktteilnehmern gibt. Momentan warten wir auf das Ende dieses Prozesses.

Können Sie schon eine Indikation für das Funding-Volumen im kommenden Jahr und für die Jahre bis 2020 geben?

Momentan kommunizieren wir nur das Funding-Volumen für das kommende Jahr. Das wird für den ESM bei 29 Mrd. Euro liegen. Bei der EFSF wird das Funding-Volumen 2016 bei 14 Mrd. Euro liegen. Diese Volumina kennen wir, sie sind am Markt umsetzbar. Denn wir haben entsprechende Funding-Volumina schon in der Vergangenheit umgesetzt. Die EFSF wird ein großer und vor allem regelmäßiger Emittent den Märkten in den kommenden Jahren sein. Das werden Größenordnungen von ca. 25 Mrd. Euro pro Jahr sein. Mit dem neuen Griechenland-Programm wird der ESM seine Präsenz im Markt erhöhen und auch regelmäßig am Markt auftreten. Das sind auch wichtige Informationen für die Bondinvestoren, denn wir werden in den nächsten Jahren regelmäßig und mit großen Volumina emittieren. Das bedeutet: Die Investoren bekommen hochliquide Anleihen für eine ziemlich lange Zeit.

Das Interview führte Kai Johannsen.