

SIGLO Timeout Nr. 64 - Neue Renditequellen durch Banken-Disintermediation

Einführung

Noch nie war das Angebot an neuen Anlagestrategien und Risikoprämien so breit wie heute. Kein Zufall aber zweifellos ein Glücksfall, denn Zinsen werden immer negativer und der Druck, Portfolios sinnvoll zu diversifizieren ohne damit die Aussicht auf attraktive Renditen zu begraben, erklimmt neue Höchststände. Eine der Hauptursachen für den offeneren Zugang zu neuen Kredit-Risikoprämien liegt in der sogenannten "Banken-Disintermediation", welche wir in diesem Timeout kurz vorstellen.

Ursprung

Mit dem Begriff der Banken-Disintermediation bezeichnet man den Prozess der zunehmenden Kreditvergabe über den Kapitalmarkt bzw. über neue Akteure an den Finanzmärkten anstelle von Geschäftsbanken. Diese Anbieter ergänzen und konkurrenzieren die bis zur Finanzkrise 2008 vorherrschenden Banken in verschiedenen Geschäftsfeldern. So eröffnen sie privaten und institutionellen Anlegern Zugang zu einer Reihe neuer Risikoprämien über ihre Anlageprodukte, welche zuvor (fast) nur direkt auf Bankbilanzen ihre teilweise hohen Erträge abwarfen.

In den USA setzte diese Entwicklung bereits vor Dekaden ein. Aktuell finanziert der Kapitalmarkt in den USA über zwei Drittel aller Firmen (via direkte Kreditvergaben z.B. über Direct Lending oder Private Placements), während US-Banken nur rund einen Drittel beitragen. Für Europa liegen verschiedene Schätzungen vor, die 75% bis 90% der Kreditvergabe und Unternehmensfinanzierung bei den Banken vermuten.

Die Krux mit der Kapitalunterlegung

Wer bei privater Kreditvergabe zuerst an Nobelpreisträger Akerloff und seine Zitronen denkt, hat möglicherweise viel Theorie gebüffelt aber die letzten Jahre an den echten Finanzmärkten verpasst. Adverse Selektion und asymmetrische Information kann effektiv ein Problem darstellen. Doch heute begegnen sich viele Akteure an den Kreditmärkten auf Augenhöhe. Nicht zuletzt weil sie sich gegenseitig brauchen, um im Wettbewerb zu bestehen. Deshalb verkaufen Banken nicht mehr "nur Schrott an dumme Anleger", den sie selbst nicht mehr halten wollen, sondern sind offen für potenzielle Win-Win-Geschäfte.

Die seit der Finanzkrise laufend verschärften Vorschriften zwingen viele Banken heute dazu, signifikant höhere Reserven für die Vergabe "riskanter" Krediten zu bilden. Wie das Risiko im Einzelfall genau definiert wird, soll nicht das

Thema dieses Timeouts sein. Grundsätzlich gilt aber: je riskanter ein vergebener Kredit gemäss Ratings der bekannten Agenturen, desto höher die notwendige Kapitalrückstellung. In einigen Fällen kann der Rückstellungsbetrag sogar über 100% des gewährten Kreditvolumens liegen. Unter diesen Umständen hat keine Bank einen Anreiz, als riskant eingestufte Kredite zu vergeben. Sie würde damit zwingendermassen nur tiefe risikoadjustierte Renditen erzielen, weil das zur Unterlegung notwendige Kapital in seiner Höhe die erwartete Rendite erheblich reduziert.

Banken vergeben weniger risikobehaftete Kredite, weil die geforderten Reserven zur Kapitalunterlegung teilweise die Rentabilität dieser Geschäfte eliminieren.

Ein Beispiel verdeutlicht die Situation. Sagen wir, eine Bank habe 3 Anlageoptionen A, B, C.

- In A kauft sie Staatsanleihen beliebiger Ferieziele in Südeuropa für 100 Mio.. Kapital muss keines hinterlegt werden, da diese Anleihen ja risikolos sind (Vorsicht Ironie). Der Nettoertrag liegt zwischen -0.5 und 0.5 Mio. Die prozentuale Rendite kann allerdings fast unendlich hoch sein, falls die Bank günstiges Kapital von ihrer Nationalbank borgt und so vom Hebel profitiert. Bestenfalls gewinnt sie 0.5 Mio. auf einer Kapitalbasis von praktisch Null.
- In B vergibt sie einer Firma mit solidem IG-Rating einen Kredit über 100 Mio. und erhält dafür einen Zins von 1% p.a.. Die hohe Qualität impliziert eine tiefe Kapitalunterlegung mit 10%. Der Ertrag liegt im Fall korrekter Rückzahlung bei 1 Mio. Die Rendite liegt bei 10% (10 Mio. Eigenkapital als Basis für einen 1 Mio. Ertrag).
- In C verleiht sie einer guten aber leider nicht mit IG-Rating ausgestatteten Firma einen Kredit über 100 Mio. zu einem Zins

von 6%. Diese wird als riskant deklariert, weshalb die geforderten Kapitalreserven 100% betragen. Der Ertrag für die Bank liegt so zwar bei 6 Mio., aber die Rendite des Geschäfts nur bei mageren 6%.

Geld gelangt nicht in die Realwirtschaft

Banken haben heute höhere Anreize, die Kredite an Grossfirmen mit hohen Ratings zu vergeben und weniger an die Kleinen, weil sie damit die Kapitalrendite maximieren. Deshalb kommt ein signifikanter Teil des frischen Notenbankgeldes auch nicht vollständig in der realen Welt und vor allem nicht bei KMUs an. Obwohl diese mehr als zwei Drittel der Leute in vielen Ländern beschäftigen und damit direkt den Konsum einer Volkswirtschaft ausmachen, was unbestritten als Haupttreiber für Wirtschaftswachstum gilt.

Neue Funds bringen mit der Finanzierung von Unternehmenskrediten neu gedrucktes Geld endlich in die reale Wirtschaft

Noch schlimmer ist es, wenn die Banken kaum Kredite vergeben können oder wollen und stattdessen einfach Staatsanleihen kaufen und auf weiterhin fallende Zinsen hoffen. Wie soll sich eine Volkswirtschaft so jemals wieder erholen?

Aber vielleicht gelingt es auf anderen Wegen

Nur weil Kreditvergaben an vermeintlich riskante Schuldner für eine Bank nicht mehr attraktiv sind, müssen sie nicht für alle anderen Anleger unattraktiv, gefährlich oder intransparent sein. Wenn lediglich die Kapitalunterlegungskosten für die Bank zu hoch sind aber der Kredit per se nicht schlecht ist, macht es für Investoren Sinn, das Risiko einzugehen und den versprochenen Zins (bzw. die Risikoprämie) einzukassieren.

Selbstverständlich sind dabei Vorsicht und eine seriöse Prüfung notwendig. Dies gilt aber auch für jede andere Anlage (wie z.B. Staatsanleihen von Ferienorten wie Griechenland oder Zypern).

Risikostreuung statt Planwirtschaft

Wenn professionelle Manager Geld von freiwilligen Anlegern einsammeln und via ihre Funds die Kreditvergaben an Unternehmen finanzieren, sehen wir darin nichts Verwerfliches. Unnötige Zwischenhändler auszuschalten und damit die Produktion bzw. den Handel zu vergünstigen ist seit Jahrtausenden ein Mittel für ökonomischen Erfolg. Es führt heute sogar dazu, dass frisches Geld endlich den langersehnten Weg in die reale Wirtschaft findet, was im Interesse unserer

Zentralbanken und jedes einzelnen Bürgers ist. Volkswirtschaften gedeihen, wenn viele Leute in vielen funktionierenden Firmen produktiv sind und gleichzeitig selbst so mehr konsumieren.

Zudem beobachten wir vermehrt, dass Banken und Private Debt Manager bei Kreditvergaben kooperieren. Um weniger Kapital in einzelnen Deals zu binden, macht es Sinn, das Geschäft in Junior- und Senior-Tranchen aufzuteilen. Die Bank wird die weniger riskante Senior-Tranche finanzieren und der Anleger die riskantere aber höher rentierende Junior-Tranche kaufen. Man stelle sich das so vor, dass man einen Kredit in die Optionen B und C aufteilt und die Bank den sichereren und für sie attraktiven B-Teil erhält, während der Manager Teil C mit höherem Risiko aber auch höherer Rendite übernimmt.

Die Kreditvergabe über neue Akteure hat zudem den netten und heute höchst wünschenswerten Nebeneffekt, dass allfällige Kreditverluste in zukünftigen Krisen breiter gestreut sein werden. Somit können sich einzelne systemrelevante Grossbanken weniger leicht in den Ruin treiben, wo sie der Steuerzahler dann wieder retten darf. Ein Beispiel sparen wir uns, da ein Blick nach Italien besten Anschauungsunterricht bietet.

Aus der Not wird eine echte Tugend

Weshalb sich die negativen Vorurteile über die Effekte der Banken-Disintermediation und dem Wachstum privater Kreditvergabe ausserhalb des Bankensystems halten können und als intransparente und gefährliche Schattenwirtschaft dargestellt werden, ist uns rätselhaft. Dass die alte Bankenpraxis auch intransparent war, lässt sich nach der Krise kaum noch abstreiten. Und dass mit dieser Erfahrung nun nur regulierte und damit fast planwirtschaftliche Kreditvergaben über wenige streng-beaufsichtigte Banken in Europa Zukunft haben soll, bezweifeln wir stark.

Der medial oft geäusserte Vorwurf, PKs würden heute rasch und fahrlässig den Bankgeschäften nacheifern, ist für uns verfehlt. Er vergisst, dass diverse erfolgreiche Kassen mit Loans, Private Debt und Alternative Credit echtes Einkommen generieren, um Verpflichtungen zu decken. Im Gegensatz zu Staatsanleihen handelt es sich dabei nicht nur um reine Buchgewinne, die sich bis zur Maturität wieder in Luft auflösen werden. Wir sprechen von realen Zinsen und Erträgen, die regelmässig reinvestiert werden können und so den Zinseszinsseffekt ermöglichen oder direkt die versprochenen Rentenzahlungen decken, ohne dabei die Kapitalbasis zu schmälern.

Die Argumentation gegen neue Renditequellen, wonach man diese früher auch nicht gebraucht habe, ignoriert, dass die Welt dynamisch ist. In den guten alten Zeiten mit risikolosen Zinsen über den Zielrenditen bestand effektiv weder ein Ertragsdruck noch ein Diversifikationsnotstand. Keynes bemerkte hierzu weise, dass man seine Meinung ändern kann, wenn Umstände ändern.

ILS als Paradebeispiel für sinnvollen ART

Der Markt für Versicherungsrisiken und die daraus entstandene Insurance Linked Strategies (ILS) Industrie beweisen, dass Risikoprämien bzw. Renditequellen am Kapitalmarkt ausgelagert werden können. Man nennt es Alternative Risk Transfer (ART) und beschreibt damit die Idee, Versicherungsrisiken von den Bilanzen der Versicherer zu verbrieften und am Kapitalmarkt zu handeln. Ein persönlicher Dank hier an die beiden Unis in Zürich und Bern, welche uns bereits Ende 90er Vorlesungen dazu anboten.

Am Markt bestimmen Angebot und Nachfrage über den Preis der gehandelten Risiken. Ohne den ART wäre es unmöglich, gewisse Risiken wie z.B. Erdbeben in Grossstädten oder Hurricanes in Küstengebieten zu versichern. Erstens übersteigen die totalen Versicherungssummen die aggregierten Bilanzen der Versicherer. Eine volle Deckung wäre kaum je gewährleistet bzw. die Prämien dafür würden nie bezahlt. Zweitens weil es der gesamten Versicherungs-Industrie hilft, sich besser zu diversifizieren, was deren Stabilität erhöht. Drittens erachten wir es als nachhaltig, den Bewohnern gefährdeter Gebiete gute und bezahlbare Versicherungen anzubieten. Und schliesslich spricht der bisherige Erfolg zahlreicher PKs mit dieser neuen Anlageklasse ILS seit Jahren ebenfalls für sich.

Keine Alternativen???

Ganz im Gegenteil. Strengere regulatorische Rahmenwerke wie Solvency II und Basel III eröffnen Anlegern ein noch nie da gewesenes Spektrum neuer Risikoprämien, welche bei der Finanzierung der Vorsorgeleistungen aber auch bei der Verwaltung privater Vermögen, wichtige Bausteine für die Portfoliokonstruktion liefern. Banken haben seit Jahrhunderten mit diversen Kreditgeschäften Geld verdient. Dass sie diese Gewinne durch hohe Boni und viel Leverage in Subprime-Trades wieder verprasst und so den Regulator zu harten Richtlinien verleitet haben, spricht nicht gegen die Renditequellen per se.

Um es noch positiver zu formulieren, schafft die schärfere Regulierung und die heute daraus erwachsende Banken-Disintermediation gerade die Diskrepanz in den Spreads zwischen Staats- und anderen IG-Anleihen gegenüber den Non-IG Anlageklassen wie ILS, Loans, Private Debt oder Trade Finance. Ohne diese neuen Renditequellen wird die Erreichung der Zielrendite entweder auf das Prinzip "Hoffen auf die Aktien" reduziert, oder ganz über Bord geworfen und einfach die Beiträge erhöht, da man Leistungen (vorerst) nicht anzutasten wagt. Kein schöner Ausblick für die Generationen, die noch 20 bis 30 Jahre lang in die 2. Säule einzahlen dürfen.

Wir wünschen uns in einem ersten Schritt, dass notorische Warner und schlagzeilenträchtige "Risiken" weniger Aufmerksamkeit erhalten und dafür mehr über die Chancen und den Erfolg diverser Anleger mit alternativen Renditequellen diskutiert wird. Offenheit und Interesse sind bessere Ratgeber, um gesteckte Anlageziele mit Sorgfalt zu erreichen, als Vorurteile und eine pauschale Ablehnung jeglicher Alternativen.

SIGLO Capital Advisors AG

ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,

berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,

unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten und Managern, bei der Portfoliokonstruktion und bei der Überwachung,

erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten.

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

