

SIGLO Timeout Nr. 67 - Aus dem Schatten ins Licht

Einführung

Im Timeout vom Juli 2016 haben wir das Phänomen "Banken-Disintermediation" und diverse daraus entstehende Anlagemöglichkeiten beschrieben. Skeptiker werden in diesem Zusammenhang nicht müde zu betonen, dass es sich dabei vielfach um Shadow Banking (Schattenbanken) handelt, welche ausserhalb der Regulierung operieren und deshalb wahnsinnig gefährlich für das System seien. Über Geschmack, inkl. Risikoappetit, lässt sich bekanntlich nicht streiten, weshalb wir uns im Timeout darauf beschränken, einige Fakten und Zusammenhänge ins richtige Licht zu rücken.

Negative Konnotation von Schatten

Schatten lösen in der Regel negative Gefühle in den Menschen aus. Dunkelheit, Kälte aber auch Intransparenz und Unsicherheit. Nicht umsonst fühlt man sich im Schatten hinter Licht geführt. Beim Wort Schattenwirtschaft schwingt stets ein Hauch von Kriminalität und Undurchsichtigkeit mit, der klare Analysen verunmöglicht.

Unter Schattenbanken könnte man sich deshalb leicht zwielichte Gestalten wie z.B. Kredithäie vorstellen, die im Schutz des Schattens ihr illegales Unwesen treiben und damit brave Banken und treue, sparende Kunden gefährden. Eine prima Ausgangslage für Thriller oder unseren nächsten Fabelwald aber weit von der heutigen Realität entfernt. In dieser beobachten wir eher, dass oft mehr Schatten auf Bankbilanzen fällt, während neue Manager ihre Positionen in transparentem Licht darstellen. Zudem bringen neue Kreditanbieter aus dieser Schattenwelt dringend benötigte Gelder und wohl auch mehr Stabilität in die Wirtschaft, was ebenfalls positiv wirkt.

Systemische Risiken

Unter systemischen Risiken verstehen wir im Rahmen der Finanz- und Versicherungsindustrie denkbare Szenarien oder Ereignisse, welche das gesamte System lahmlegen und damit aus den Fugen werfen könnten. Marktteilnehmer aber auch Regulatoren haben zu Recht hohe Interessen daran, systemische Risiken zu vermeiden bzw. zu entschärfen. 1., indem man ihre Eintrittswahrscheinlichkeiten reduziert, 2., indem man ihren Wirkungsgrad abschwächt und 3., indem man das System selbst unter schwierigsten Umständen am Leben erhalten kann.

Die Erfahrung zeigt, dass an globalen Finanzmärkten die Auslöser für systemische Risiken oft in Schwierigkeiten bei den grossen Instituten liegen. Der Untergang von Bear Stearns im März 2008 war ein Strohfeuer im Vergleich zu den Problemen der nachfolgenden Lehman-Pleite

und den AIG-Schwierigkeiten. In der Schweiz dürfte die Erinnerung an die staatliche Unterstützung der UBS noch nicht ausgelöscht sein. Konzentration auf wenige Unternehmen oder deren Dominanz in einem bestimmten Teil der Finanzwirtschaft sind offensichtlich gefährlich für das Finanzsystem eines Landes und auch global. Die Krise zeigte weiter, dass gewisse Grossbanken und ihre Lichtgestalten nicht in der Lage waren, Risiken richtig einzuschätzen, ihren Leverage unter Kontrolle zu halten und systemische Gefahren im Keim zu ersticken. Die anschliessende Debatte über "Too Big to Fail" war die logische Konsequenz und die Aufteilung der Risiken auf verschiedene, kleinere Einheiten ein erster Schritt in die richtige Richtung.

Es wirkt deshalb naheliegend, dass systemische Risiken wachsen, wenn nur wenige, hoch gehobelte Teilnehmer einen Markt dominieren. In einer quasi-atomistischen Konkurrenz spielt es hingegen keine Rolle, wenn Marktteilnehmer von Zeit zu Zeit verschwinden. Vor allem wenn sie nur gering gehobelt sind. Nur wenige trauern den Funds nach, die Ende 2008 ihre Schotten dicht machen mussten. Es wurde auch nie Steuergeld für deren Rettung eingesetzt und nie ein Investor zu einer Anlage darin gezwungen.

Schumpeter spricht von kreativer Zerstörung, die ein System langfristig besser macht. Seine Idee funktioniert aber nur, wenn mit seiner Zerstörung nicht gleich das ganze System den Bach runter geht, sondern nur die Teilnehmerschaft ändert bzw. sich selbst neu erfindet.

Limiten der Regulation

Ob man die Krise 08 hätte verhindern können, bleibt Spekulation. Fest steht aber, dass es eine fette Portion Vertrauen in Regulatoren erfordert, wenn man erwartet, dass sie kommende Krisen frühzeitig erkennen und mit den richtigen Massnahmen abwenden können. Wer weiss schon im Voraus, was uns noch alles bevorsteht und

welche Institute man frühzeitig unterstützen oder aber zerschlagen muss. Und selbst wenn jemand die nächste Krise korrekt vorhersehen könnte, bleibt unklar, ob er es dem Regulator mitteilt, ob dieser es dann auch glaubt und ob die richtigen Massnahmen überhaupt getroffen werden könnten. Wir befürworten zwar zentrale Handelsabwicklungen über Börsen anstelle von intransparenten Bilanzgeschäften. Gleichzeitig bezweifeln wir aber, dass umfangreichere Daten die Prognose künftiger Krisen sicherstellen. Bei allem Respekt für den Regulator und seine Mitarbeiter, erscheint uns die Interpretation solch grosser Datenmengen äusserst schwierig. Entsprechend drängt sich eine breitere Aufteilung des globalen Kreditkuchens bzw. der Vergabe von Krediten an Unternehmen auf zahlreichere Anbieter schon allein wegen der verbesserten Risikostreuung auf.

Professionalität der neuen Anbieter

Zudem sind die neuen Anbieter von Krediten an Unternehmen selbst keineswegs unreguliert. Sie unterstehen lokalen Aufsichtsbehörden wie der FCA in der UK, der SEC in den USA oder bei uns der Finma. Die AIMA (Alternative Investment Mgmt Association) betont in diesem Zusammenhang, dass für sie regulierte, institutionelle Vermögensverwalter im Bereich von Private Debt bzw. Direct Lending gar nicht dem Begriff der Schattenbanken zuzurechnen sind.

Wir glauben zwar nicht, dass diese Regulation ausreicht, um alle zwielichten Gestalten von der Industrie fernzuhalten. Eine fundierte Prüfung ist vor jeder Anlage auf jeden Fall notwendig. Doch die Vorgaben der lokalen Aufsichten erscheinen streng genug, um die Eintrittsbarrieren so stark zu erhöhen, dass nicht jedermann ohne gröbere Investition seinen Fund lancieren könnte.

Unsere bisherige Erfahrung zeigt, dass diverse professionelle Anbieter ihren Kollegen bei den Banken auf jeden Fall das Wasser reichen können. Dies erstaunt auch nicht, wenn man beobachtet, dass zahlreiche Teams von Banken in die Private Debt Industrie wechselten, um dort das genau gleiche Geschäft nun auf eigene Rechnung zu betreiben. Diese Leute kennen sowohl praktische Prozesse der Kreditanalyse als auch ihre Kunden in- und auswendig. Zudem ist ihnen die Wirkung der Regulation und der Banken-Disintermediation absolut klar, da sie beide in den letzten Jahren "live" erlebt haben. Der Vorwurf, nur Banken seien in der Lage, solide Kreditanalysen zu erstellen, verblasst vor diesem Hintergrund vollständig.

Den analogen Vorwurf hören wir übrigens (nur selten) auch für Insurance Linked Strategies (ILS). Nur Versicherer können Versicherungsrisiken beurteilen. Obwohl George Akerlof 2001 seinen Nobelpreis für die Beschreibung von asymmetrischer Information erhalten hat, lässt sich sein "Lemons"-Konzept nicht einfach auf jeden Markt anwenden. Es sind nicht "Schrottkredite", welche die guten Versicherungsrisiken oder Unternehmenskredite aus dem Markt drängen. Aber es ist effektiv so, dass die seit Jahrzehnten erfolgreichen ILS-Manager über hervorragende Mitarbeiter mit Background in der Rückversicherungsindustrie verfügen und Private Debt Funds oft von ehemaligen Bankern geführt werden, welche ihren Markt kennen.

Der öde Eintopf der Warner

Was uns an der aktuellen Diskussion irritiert, sind die oft bescheidenen Faktenkenntnisse der eifrigsten Warner. Analog zu anderen Disziplinen wie Politik oder Religion wird meist versucht, mangelnden Sachverstand mit Lautstärke und der Androhung verheerender Konsequenzen zu kompensieren. Wer er es wagt, dem drohen...

Wir dachten eigentlich, dass wir über diesen mittelalterlichen Unfug hinaus sind. Leider wurden wir an einigen Konferenzen in kürzerer Vergangenheit schmerzlich daran erinnert, dass gewisse Prediger und Schwarzmaler unbeirrt weiter warnen und drohen. Doch unser Ärger wähnt jeweils nur kurz wenn wir uns die Faktenlage in Ruhe vor Augen führen und dabei nur noch schmunzeln können. Ein Blick auf die historischen Loss Rates solcher Transaktionen unter den Banken, auf den geringen Leverage der neuen Anbieter sowie auf Datengrundlagen von Moody's oder S&P für Senior Secured Loans müsste eigentlich jeden Zweifel beheben.

Wir werden den Eindruck nicht los, dass diese Warner auch gar nicht an einem Gedankenaustausch interessiert sind, sondern lediglich darin, ihre Predigt abzuhalten. Da werden solide Investment Grade Private Placements Anlagen mit AA oder A Ratings, wie sie internationale Versicherer seit Jahrzehnten investieren, mit Mezzanine-Strategien in den gleichen Topf geworfen. Aus der bunten Welt der strukturierten Kredite werden Akronyme wie CLOs und CDOs gerne vermischt und als Sündböcke für die Krise 2008 herangezogen. Leider sind ähnlich lautende Abkürzungen noch kein Indiz für ein identisches ökonomisches Risiko. Die Aktivseite von CLOs (L steht für Loans) stellt ein oft sogar transparentes Portfolio aus eben diesen Unter-

nehmensdarlehen dar, während bei den CMOs effektiv tausende von privaten Schundkrediten gebündelt und gehebelt wurden. Mit Buy-and-Hold-Portfolios von CLOs kamen Investoren bestens durch die Krise. Mit CMOs sicher nicht.

Unsere Leser kennen das Motto: Die Schönheit liegt im Auge des Betrachters. Deshalb empfehlen wir den Betrachtern, gerade bei Private Debt selbst einen Augenschein zu nehmen und nicht auf verblendete Warner zu hören, die zeitlebens keinen einzigen Private Debt Fund vom Schiff aus gesehen haben, aber dafür umso glühender vor dessen zerstörerischer Wirkung warnen.

Sinnvolle neue Kredit- und Anlagequellen

Im Nachgang der Krise 2008 verschärften die globalen Regulatoren die Vorschriften für die Banken. Insbesondere die notwendige Kapitalunterlegung für "riskante" Geschäfte wie z.B. Kredite an Firmen mit tieferen Ratings wurde stark erhöht. Als Folge sank die Kreditvergabe durch Banken und neue Funds aus dem Reich der Schattenbanken sprangen ein (siehe SIGLO Timeout Nr. 64 zu Banken-Disintermediation).

Neue Kreditquellen fördern Diversifikation in der Vergabe und verbessern Refinanzierungsmöglichkeiten für unzählige KMUs ohne Top-Rating. Diesen Geldfluss in die reale Wirtschaft streben Zentralbanker seit Jahren an, um damit Inflation und Wirtschaftswachstum wieder anzukurbeln. Zugleich wünschen es sich auch Vorsorgewerke und Sparer, weil sich damit die Chancen zur Erreichung der Zielrenditen wieder aufhellen. In den USA sind wir auf diesem Pfad weiter und deren Kapitalmarkt deckt bereits einen Grossteil der Unternehmenskreditvergabe ab. Europa dürfte in die gleiche Richtung gehen.

Selbst Ben Bernanke, der an Vertrauen in das Risikomanagement von Zentralbanken kaum zu überbieten war, bemerkte 2014, dass neue Anbieter und Schattenbanken nicht negativ und gefährlich seien und grundsätzlich auch Bank- und Finanzierungsleistungen erbringen können.

Vom Schatten ins Licht

Aus der Psychologie und Behavioral Finance wissen wir, dass Menschen dazu neigen, ihr Wissen und ihre Fähigkeiten sowie auch ihr Einfluss auf bestimmte Prozesse zu überschätzen. Dies gilt selbst für triviale Dinge wie Autofahren oder Kreuzworträtsel lösen. Daher erscheint es für hochkomplexe Aufgaben wie die Steuerung einer volkswirtschaftlichen Entwicklung oder die perfekte zukunftsgerichtete Risikoüberwachung absolut unmöglich, unabhängig davon wie sehr sich Regulatoren und Zentralbanker bemühen. Fordern wir von ihnen also nichts Unmögliches und bemühen uns stattdessen um ausreichende Diversifikation, sowohl was die Kreditvergabe als auch das Portfolio-Management betrifft.

Diversifikation stellt nach wie vor den besten Schutz für nicht-allwissende Anleger dar. Dazu gehören auch neue Chancen aus der Banken-Disintermediation. Selbstverständlich gibt es da schwarze Schafe und Enttäuschungspotenzial. Doch mit sorgfältiger Auswahl und einer Portion gesundem Menschenverstand bestehen gute Chancen, aus dem Schatten negativer Renditen ins Licht neuer Risikoprämien zu treten. Denn nicht alles, was im Schatten gedeiht, ist ungeniessbar. Man braucht dafür nicht einmal über den eigenen Schatten zu springen. Ein Blick auf die Fakten reichte vielen Kunden, um die vorurteilsgepackten Warnungen zu entschärfen und die Sonnenseite neuer Strategien zu erkennen.

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 Portfolio-konstruktion 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

