

## SIGLO Timeout Nr. 95 – No Pain, No Gain

### Inhalt

Auf der Suche nach attraktiven Anlagen stossen wir in letzter Zeit wieder häufiger auf Manager, die vor allem in Nischen der Kreditmärkte hohe Renditen ohne Risiken bzw. ohne Ausfälle gefunden haben wollen. Es ist kaum zu glauben, dass diese Masche immer noch funktioniert. Nach unserer Erfahrung enden diese Geschichten oft in Enttäuschungen, die negativ auf eine gesamte Industrie abfärben. Das ist bedauerlich, weil die Ideen und Anlagestrategien in einigen Fällen tatsächlich interessant und attraktiv wären, wenn man nicht zu viel versprechen würde.

### Einführung

Sowohl an den Finanzmärkten als auch im Versicherungsbereich besteht eine ziemlich zuverlässige Beziehung zwischen Rendite bzw. Prämie und Risiko. Je höher das Risiko, d.h. die Eintrittswahrscheinlichkeit negativer Szenarien und deren Wirkung, desto höher die geforderte Prämie. Der Zusammenhang ist aber weder linear noch statisch. Angebot und Nachfrage treiben die Prämienhöhe und den Umfang der abgedeckten Risiken.

### Attraktivität von Anlagen

Um die absolute Attraktivität von Anlagen zu evaluieren, stellen wir die aktuell am Markt implizierte oder erwartete bzw. vom Manager versprochene Risikoprämie ins Verhältnis zu erwarteten Risiken (Ausfall und Recovery). Zur Bestimmung ihrer relativen Attraktivität vergleichen wir anschliessend ihr Verhältnis mit denjenigen anderer Anlageklassen (siehe Timeout Nr. 41 Loss Rates). Das Ziel dieses Prozesses ist es, Anlagen und Risikoprämien zu finden, die attraktiver sind als andere und satte Margen gegenüber ihren konservativ geschätzten Loss Rates aufweisen.

### Die Logik bei Versicherungsprämien

Analoge Überlegungen lassen sich auch auf alle Arten von Versicherungen anwenden, wo wir das gleiche Muster unentwegt antreffen. Die Prämienhöhe wird derart gewählt, dass sie im Erwartungswert über den unvermeidbaren durchschnittlichen Verlusten liegt und so einen Gewinn abwirft. Aber gleichzeitig darf sie nicht so hoch angesetzt werden, dass die Kunden zur Konkurrenz abwandern. Damit ergibt sich in einem gesunden und fairen Wettbewerb eine obere und untere Bandbreite für die Prämien, die in Relation zu den Risiken nachvollziehbar ist. Wir können

im Timeout nicht erörtern, ob der Wettbewerb in der Praxis effektiv gesund und fair ist, sondern belassen es bei der Feststellung, dass das Modell im Grundsatz funktioniert. Schauen wir uns nun praktische Beispiele an.

### Praktische Erfahrungen

Kreditkartenfirmen wie Visa oder Mastercard fordern von privaten Schuldern in den USA Zinsen zwischen 15% und 25% pro Jahr! Dies nicht (nur), weil sie gierig und oder böse sind, sondern weil sie die Risiken ihrer vergebenen Kredite konservativ einschätzen. Dieser Zinssatz mag für sehr solide und gute Schuldner zu hoch sein, was heute von den zahlreichen neuen P2P-Plattformen auch als Anlage- bzw. Geschäftsargument angeführt wird. Zugleich dürfte der hohe Zins aber für schlechtere Schuldner im Schnitt durchaus adäquat sein. Zudem zeigt ja die Praxis, dass zu den aktuellen Konditionen Nachfrage nach solchen Krediten bei John Doe besteht.

Wir kennen die Loss Rates und die Marge der Kreditkartenfirmen nicht im Detail. Klar ist aber, dass Ausfälle nie ganz vermeidbar sind und die Marge der Anbieter trotzdem in vielen Marktumfeldern deutlich positiv sein muss, weil ansonsten die Aktienmarktbewertung von Visa, Amex oder Mastercard seit Jahren völlig verfehlt wäre, was wir nicht glauben.

Analog dürfte man in anderen wettbewerbsgetriebenen Kreditnischen, welche ebenfalls unzählige Kleinkredite an Firmen oder private vergeben, ähnliche Verhältnisse von Risiken und Margen erwarten können. Und selbst wenn diese Margen nicht ganz so hoch ausfielen wie bei Visa, wären für uns Anlagen im Vergleich zu traditionellen Anleihen immer noch attraktiv. Komischerweise hören wir von

Anbietern aus dem Asset Based Lending (ABL) Bereich wie z.B. Trade Finance oder Factoring, von Direct Lending-Managern und von einigen P2P Lending-Plattformen, dass bei ihren Ansätzen gar keine oder zumindest fast keine Ausfälle auftreten würden. Klingt das seriös? Wäre es nicht glaubwürdiger, analog zu Kreditkartenfirmen oder guten ILS-Managern, Verlustrisiken nicht abzustreiten, sondern die attraktive Marge im Verkaufsgespräch in den Vordergrund zu rücken?

### **No Pain, No Gain**

Aus unserer Sicht ist es weder sinnvoll noch angebracht, bei Kreditstrategien sämtliche Ausfallrisiken zu eliminieren. Einerseits sind die Kosten dafür in der Regel so hoch, dass von der angestrebten Risikoprämie nichts mehr übrigbleibt (weil Versicherungen ihre Prämien wie oben beschrieben festlegen). Andererseits besteht ja gerade der Sinn der Anlage darin, Risikoprämien abzuschöpfen, welche attraktive Margen gegenüber ihren Risiken erwarten lassen. Wo keine Risiken mehr bestehen, fällt es schwer zu glauben, es gäbe hohe Renditen abzuholen.

Man mag sich zwar über den Effizienzgrad von Finanz- und Kreditmärkten streiten. Für uns steht aber zweifelsfrei fest, dass kein Markt so ineffizient ist, dass er ohne vorhandene Risiken und im Rahmen der Legalität hohe Prämien abwirft. Dafür ist die heutige Welt zu gut informiert und zu kompetitiv.

### **Hoffnung**

Es drängt sich die Frage auf, weshalb dann von Anbieterseite solche unrealistischen Versprechen überhaupt abgegeben werden. Die einfache aber nicht sehr informative Antwort liegt darin, dass es immer noch Anleger gibt, die es glauben und bereit sind, Gebühren zu zahlen. Gut, aber wieso sind sie dazu bereit?

Möglicherweise, weil sie ihre im Grundsatz eigentlich lobenswerte Hoffnung auf bessere risiko-adjustierte Renditen noch nicht ganz begraben haben, aber nicht genügend Zeit und Ressourcen für vertiefte Prüfungen (Due Diligences) aufbringen können oder wollen. Vielleicht auch, weil sie sich auf vergangene Daten und Renditen stützen und dabei übersehen, dass diese entweder geschönt sind oder aber unter spezifischen Umständen zu-

stande kamen, die sich wohl in Zukunft nicht so wiederholen. Vielleicht vertrauen sie auch einfach auf ihren Manager, dass er wirklich nur das Beste für seine Kunden will und weil er möglicherweise selber einige Risiken noch nicht erfasst oder adressiert hat.

Einige dieser Beweggründe sind legitim und für uns nachvollziehbar. Insbesondere in der von hoher Unsicherheit, Emotionen und Dynamik geprägten Finanzwelt, bei der die Beurteilung von Risikoprämien, Margen und Renditepotenzialen wirklich keine triviale Sache ist. Umso wichtiger erscheint uns als Anleger, Transparenz über die Risiken und die damit verbundenen Prämien zu erhalten.

### **Transparenz statt Versprechen**

Es gibt wohl keinen Kreditmanager, der nicht bemüht ist, gute Kreditanalysen zu erstellen. Dennoch klappt es in der Praxis nicht immer. Uns überzeugt es wesentlich mehr, wenn ein Manager in der Lage ist, historische Verluste im Detail auszuweisen und zu erklären, wie er bei der Maximierung des Recovery Values vorgeht. Wir gehen davon aus, dass sich nie alle Ausfälle ausschließen lassen, weshalb für uns die Workout-Prozesse zentral sind.

Weiter erwarten wir vollständige Transparenz vom Manager bei der Diskussion zukünftiger Loss Rates. Uns sind die Herleitungen der angesprochenen Verhältnisse von Renditen und Risiken sowie die Prognosen äusserst wichtig. Dafür müssen wir vor allem die Loss Rates in verschiedenen Szenarien verstehen und schätzen können, sowie alle getroffenen Annahmen gut kennen und nachvollziehen.

Leere Versprechen von Managern, die uns garantieren, dass es nie Ausfälle geben wird (oder gar nie geben kann), nützen uns nichts. Garantien sind nie kostenlos, sondern wohl eher im Gesamtpreis einkalkuliert und damit nicht mehr transparent. Ebenso unseriös wirkt das Bekenntnis, bei Kreditvergaben so gute Prozesse zu etablieren, dass es nie zu Ausfällen kommen könne. Es wirkt für uns eher unwahrscheinlich, dass keine Bank der Welt solch einen magistralen Prozess in den letzten paar hundert Jahren entdeckt hätte und auch nicht fähig gewesen wäre, deren Erfinder für ein stattliches Salär einzustellen. Zudem würde wohl die Lizenzierung dieses

Superprozesses an Banken deutlich mehr Geld einspielen als die Gelder selber für eine Administrationsgebühr zu verwalten.

### Szenarioanalysen

Wer sich mit Loss Rates der verschiedenen Kreditmärkte auskennt, kann anschliessend selbst Szenarioanalysen für Anlageklassen oder spezifische Manager durchführen. Man kann z.B. testen, wie viele Kredite ausfallen könnten und wie hohe Recovery Rates mindestens erzielt werden müssen, um noch eine positive Nettorendite zu erhalten. Man kann simulieren, um wie viel tiefer (höher) die Ausfallrate (Recovery Rate) eines Managers sein muss, damit er das versprochene Alpha zur Konkurrenz liefern kann. Man wird zwar nicht die ultimative Wahrheit finden, aber viel über Rendite-Risiko-Verhältnisse lernen.

Wir erkennen z.B. dass CLO-Tranchen mit AAA-A Ratings nicht ansatzweise in Gefahr geraten auszufallen, selbst wenn sich die Ausfallraten auf den Senior Secured Loans gegenüber dem Höchststand in der Krise von 2008/09 vervierfachen und sich zugleich die Recovery Rates halbieren. Der vom IMF verfasste Vergleich von CLOs mit Subprime ist daher für uns deplatziert und überraschend schwach recherchiert. Auf der anderen Seite lässt sich kaum leugnen, dass Ausfallraten im Bereich Trade Finance- oder Factoring zwar in den grossen globalen Samples gering sind, aber gewisse konzentrierte Fonds trotzdem in der Vergangenheit herbe Verluste erlitten, besonders auch aufgrund von Betrugsfällen.

### Bekannte und unbekannte Risiken

Die Vergabe von Krediten ist risikobehaftet. Es kann sein, dass Schuldner nicht zurückzahlen. Dieses Risiko ist offensichtlich und im Voraus bekannt. Deshalb können wir es – wie beschrieben – schätzen, beurteilen und uns eine Meinung über den dafür notwendigen Zins bzw. die Prämie bilden. Mit bekannten Risiken, die nach tiefgründiger Prüfung auch fair bzw. ausreichend entschädigt werden und somit ausreichende Margen aufweisen, können wir nachts gut schlafen.

Schwieriger wird es, wenn weitere Faktoren in die Gleichung einfließen: Unsicherheit bei der Strukturierung der Anlagen und deren Bewertung oder bei Prozessen für die Kreditprüfung und Vergabe. Hier schlummern evtl. unbekannte Risiken, wenn die Manager nicht transparent Auskunft über ihre Strategie geben. Das Rendite-Risiko-Verhältnis unter diesen Umständen korrekt einzuschätzen, ist für Anleger kaum mehr zu bewältigen.

Wenn Anleger nicht im Detail nachvollziehen können, für welche konkreten Risiken sie in welcher Höhe entschädigt werden, lassen sie lieber die Finger von der Idee. Anstatt heute angeblich ausfallfreie und damit risikolose Anlagen zu versprechen, wäre es sinnvoller, wenn vor allem die Manager in Kreditnischen unvermeidbare Risiken transparent auflisten. Sie würden damit nicht nur Glaubwürdigkeit gewinnen, sondern könnten im Gespräch mit Kunden auch die hohen Margen und damit die Attraktivität ihrer Strategie besser zeigen.

#### SIGLO Capital Advisors AG

*berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,*

*liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,*

*bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,*

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

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

