

ANLAGE - KOMMENTAR NR. 186

23. März 1998

Die Rückkehr des Kreditrisikos

1. Wessen Notstand?

Unter dem Titel „Obligationenportefeuilles für den Frankeninvestor“ wurden kürzlich in der „Finanz und Wirtschaft“ (FuW) Anlagevorstellungen und -ideen ausgewählter Bond-Spezialisten präsentiert. Als Ziel war ihnen vorgegeben, Portefeuilles zusammenzustellen, die „mehr verdienen als die Eidgenossenrendite.“ Die Aktualität der Problemstellung liegt angesichts der nominell sehr tiefen Zinsen im Schweizerfranken auf der Hand. Eine Frankobligation mit zehnjähriger Laufzeit und erstklassiger Schuldnerqualität rentiert heute gerade noch mit knapp 3,1 %. Die Zinsen für kürzere Laufzeiten liegen noch einmal tiefer, nämlich bei 1,5 % für ein einjähriges Frankenfestgeld.

Wenn man bedenkt, dass nach wie vor der grösste Teil jeglichen schweizerischen Anlagevermögens, sei es also privater oder institutioneller Natur, in festverzinsliche Instrumente investiert ist, und wenn man zudem weiss, dass laufend hohe Beträge aus realisierten Börsengewinnen „vorderhand“ in liquiden Anlagen parkiert werden, dann kann man ermassen, dass der Frage nach renditesteigernden Alternativen keinesfalls nur akademische Dimension zukommt. So sollte eine Pensionskasse nach den Vorstellungen des schweizerischen Gesetzgebers eine Rendite von mindestens 4 % für ihre Leistungsversprechungen erwirtschaften. Mit einer konservativen Anlagepolitik ist dies seit einiger Zeit (und bei ehrlicher Berechnung, d.h. unter Verzicht auf augenwischende Rendite„beiträge“ von Reservepositionen...) schlicht nicht mehr möglich. In derselben Problematik befinden sich die Finanzchefs von Lebensversicherungen, die zwar (ebenfalls augenwischend) bis anhin noch Rendite-Mischrechnungen unter Verwendung von früheren, den damaligen Versicherten nicht voll ange-

rechneten Fettpolstern vornehmen können, denen nun aber angesichts der nachhaltigen Zinsbaisse allmählich die Munition auszugehen droht. Sie müssen, wollen sie im harten Wettbewerb allfinanzaktiver Konkurrenz bestehen, zwingend nach höheren Renditen Ausschau halten.

Worin bestanden nun die Empfehlungen der Bondspezialisten, allesamt Topkader ziemlich angesehenen Vermögensverwaltungsinstitute, für den sogenannten Frankeninvestor? Von dem übrigens angesichts seiner einseitigen Ausrichtung auf festverzinsliche Werte angenommen werden müsste, dass er in seiner Grundhaltung als doch ziemlich risikoscheu einzustufen wäre. Die Spezialisten taten zwei (naheliegende) Dinge: Erstens erhöhten sie in ihren Anlagevorschlägen in zum Teil drastischer Weise das Währungsrisiko. So finden sich unter den empfohlenen Währungen nicht nur DM und US-Dollar, sondern auch Ecu, Pfund, die italienische Lira und der südafrikanische Rand. In der Tat: Die Renditen liegen in all diesen Währungen um mindestens 3 % höher als im Schweizerfranken. Rendite erhöht, Ziel erreicht? Wenn es nur so einfach wäre! Wir haben etwas Mühe mit der Idee, den solchermassen in Fremdwährungen exponierten Portefeuilles noch das Attribut „für den Frankeninvestor“ zuzuordnen. Was ja schlussendlich als einziges interessieren wird, ist die Totalrendite in Schweizerfranken. Ob die Einführung des Euro dem fremdwährungslastigen Kalkül nicht noch einen Strich durch die Rechnung machen wird?

Sie, die Spezialisten, taten (teilweise, nicht alle) ein Zweites. Sie erhöhten in ebenfalls drastischer Weise das Schuldnerisiko. Unter den Vorschlägen finden sich Obligationen von Argentinien, der Ukraine, Sloweniens und von Mexiko. Ein noch gut 5 Jahre laufender Ukraine-Bond rentiert in DM derzeit rund

13 %, liegt also etwa 8 % über dem Renditeniveau für „normale“ Schuldner. Rendite erhöht, Ziel erreicht? Wir gehen in diesem Anlagekommentar der Frage nach, inwiefern und bis zu welchem Grade es sich rechtfertigt, sprich: lohnt, mit zusätzlicher Risikoprämielnahme zusätzliche Renditen zu erwirtschaften. Dabei wird von besonderem Interesse sein, welche Risiken sich eher legitimieren lassen und welche weniger.

Eines sei aber zum vornherein klargestellt: Mit dem derzeitigen Renditeniveau, das im Schweizerfranken besonders augenfällig tief ist, sich in den übrigen relevanten Anlagewährungen wie DM, US-Dollar usw. aber auch auf historisch tiefem Niveau bewegt, hat eigentlich nur derjenige ein wirkliches Problem, der „um jeden Preis“ auf höhere Renditen angewiesen ist. Der Pensionskassen- und Lebensversicherungsmanager also. Oder der Finanzchef der mit einer fetten Kriegskasse versehenen Industrieunternehmung. Allen voran aber der Anlageberater und Vermögensverwalter, dessen Kunden sich in den letzten Jahren an hohe Performancezahlen gewöhnt haben. Sie alle glauben deshalb, ihre Existenzberechtigung schwinde dahin, wenn in einem Jahr einmal „nur“ einstellige Portfeuillerenditen rapportiert werden müssten.

2. Immer unterschätzt: das Gegenpartierisiko

In der ökonomischen Literatur wie auch in den Äusserungen von Praktikern herrscht ziemliche Übereinstimmung darin, dass Ausfallrisiken in der Regel bei weitem einschneidendere Folgen zeitigen als reine Marktrisiken. Die Ursache dafür liegt weitgehend in der Natur der Sache: Ein Ausfall ist ein Ausfall, d.h. es verbleibt darnach nichts. Marktrisiken charakterisieren sich demgegenüber durch ihre „Erholungsfähigkeit“. Hohe Zinsen werden nach einer bestimmten Zeit wieder einmal auf ein „normales“ Niveau zurückgleiten (und ungewöhnlich tiefe Zinsen irgendwann auch wieder einmal steigen...). Hohe Volatilitäten, also hektische, erratische Kursausschläge, werden gefolgt von ruhigeren Zeiten mit geglätteten Wogen. Dieses Muster der Wellenbewegung wird in der Fachsprache als „mean reverting“ bezeichnet – als ein Schwanken um einen längerfristig erkennbaren Wert. Etwas anders, aber noch

„erholungsfähiger“ der sogenannte „drift“, der ein Muster beschreibt, bei dem die Schwankungen nicht um einen Mittelwert, sondern vielmehr über einen längerfristig eruierbaren Wachstumspfad erfolgen: Aktienbaissen werden von Aktienhaussen abgelöst, und langfristig folgen die durchschnittlichen Renditen an den Aktienmärkten einem ziemlich konstanten Wachstumspfad.

Demgegenüber lassen die Ausfallrisiken bestenfalls noch eine klägliche Konkursdividende hinter sich. Wenn man in die jüngste Geschichte der Schweizer Wirtschaft zurückblickt, so bestätigt sich die These der Folgeschwere fauler Kredite durchwegs. Keine Regional-, keine Kantonalbank ist allein wegen Marktrisiken untergegangen. Ja, nicht einmal kreuzfalsches oder inexistentes Zinsrisikomanagement war je direkte Ursache für den Fall. Vielmehr brachten Kreditblasen à la Rey, Orsat oder Biber manchen allzu gläubigen Gläubiger in grosse Schwierigkeiten. Dasselbe Bild zeigt sich auf internationaler Ebene. Angefangen von den „ewigen“ Umschuldungen lateinamerikanischer Ausstände über einige besonders eklatante Fälle wie Dome Petroleum bis hin zu den Bonds der Aussenhandelsbank der UdSSR: Die Vermögenswerte, die in den letzten zehn, zwanzig Jahren unter diesem Gesichtspunkt vernichtet wurden, lassen sich kaum quantifizieren.

Ausfallrisiken bleiben keineswegs lediglich im Abschreibungsbedarf von Bankbilanzen stecken, sondern enden oft als bitter enttäuschende Nonvaleurs in den Obligationenbeständen von institutionellen und privaten Anlegern. Das kann durchaus dramatisch sein: Wenn von 20 Positionen eine einzige total ausfällt, dann ist schnell einmal der gewählte Renditevorteil von mehreren Jahren konsumiert. Das hat man dann von den „Bondspezialisten“.

Die Darstellung wäre unvollständig, wenn nicht erwähnt würde, dass aus Marktrisiken unter bestimmten Konstellationen Ausfallrisiken entstehen können. Nämlich immer dann, wenn bei extremer Positionierung gleichzeitig ein Realisierungszwang besteht. Dies ist – quasi automatisch – der Fall bei Optionskontrakten, die durch ihre beschränkte Laufzeit einer Realisierung infolge Verfall unterliegen, und es ist sehr oft der Fall bei einer Marktrisi-

konahme mit Schuldaufnahme („Leveraging“), da Schuldzinsen und -rückzahlung an den Zeitablauf gebunden sind. Alle grossen Spekulationskatastrophen wie Barings/Leeson sind letztlich diesem Schema zuzuordnen.

Keine Frage: Ausfallrisiken werden von den Finanzmärkten entschädigt. Durch Renditedifferenzen, durch höhere Kosten der Mittelaufnahme der Schuldner also. Die Ukraine zahlt 13 % p.a., die Bundesrepublik 5 %. Die Frage ist nur, ob diese Entschädigung genügt, ob also die Renditedifferenz hoch genug ist und ob auf die Länge dank der Renditedifferenz allfällige Totalausfälle kompensierbar sind. Anhänger des Modells effizienter Finanzmärkte (zu denen der Schreiber bekanntlich grundsätzlich auch gehört) möchten diese Frage a priori bejahen. Indessen scheint die genauere Sicht auf die Dinge andere Einsichten nahezu legen. Im weiteren stellt sich auch die Frage, ob in jedem Fall die Kapitalmärkte über das geeignete Instrumentarium verfügen, um Ausfallrisiken zu minimieren. Die gesamte Themenstellung bewegt sich im grossen Problemkomplex des Kreditmanagements, der „Securitisierung“ von Kreditrisiken und einer Anzahl aufsichtsrechtlicher und ökonomischer Fragen. Wir wollen uns nicht scheuen, den Komplex in der notwendigen Tiefe anzugehen.

3. Wer wem auf welche Art Geld gibt

Die Grundlage jeglicher wirtschaftlicher Tätigkeit stellen die drei Elemente Arbeit, Boden und Kapital dar. Durch die wirtschaftliche Tätigkeit wird ein Mehrwert geschaffen. Soweit das volkswirtschaftliche Lehrbuch. Für die Äufnung von Kapital kennt die Theorie zwei grosse Kategorien, die Eigen- und die Fremdmittelhingabe. In der Praxis existieren die verschiedensten Mischformen, angefangen vom Nachrangdarlehen über das partiarische Darlehen bis hin zur Options- und Wandelanleihe.

Die Hingabe von Eigenmitteln in ihrer typischen Ausformung charakterisiert sich im wesentlichen durch die Möglichkeit der unbeschränkten Teilnahme am Erfolg der wirtschaftlichen Tätigkeit und an der ebenso vorhandenen Möglichkeit des totalen Ausfalles der eingesetzten Mittel. Die Hingabe von Fremdkapital beschränkt demgegenüber die

Partizipation am wirtschaftlichen Erfolg auf die Bezahlung von Zinsen. Der totale Schuldnerausfall wird durch eine Anzahl rechtlicher Bestimmungen erschwert; das Fremdkapital wird vor dem Eigenkapital privilegiert – solchermaßen, dass die Fremdkapitalhingabe als konservative, die Eigenkapitalinvestition als spekulative Anlage gilt.

Beide Kategorien verfügen über ähnliche Beschaffungswege am Markt. Sowohl für Eigenmittel wie für Fremdkapital gibt es auf der einen Seite die typische Privatfinanzierung. Einzelpersonen, die als Unternehmer ihr eigenes (und oft auch ihr letztes) Geld investieren, weil sie an den Erfolg ihrer wirtschaftlichen Tätigkeit glauben. Drittpersonen, die wegen persönlicher (oft verwandtschaftlicher) Beziehungen ein privates Darlehen an einen privaten Unternehmer gewähren. Am ganz andern Ende des Spektrums andererseits die Grossunternehmung, die all ihr Eigenkapital mittels Aktien im Publikum plaziert hat oder die durch die Emission von Anleihen ihre Bilanz refinanziert.

Dazwischen die Mischformen, die uns in der Folge noch vermehrt beschäftigen werden. Wesentlich sind die institutionellen Unterschiede zwischen der privaten und der öffentlichen Refinanzierung sowie die aus den unterschiedlichen institutionellen Anordnungen folgenden verschiedenartigen Anreize. Die Privatinvestition lebt sowohl auf der Seite des Unternehmers wie auf Seite des Drittinvestors von der intimen Kenntnis der involvierten Personen und der unternehmensspezifischen Gegebenheiten. Command and Control erfolgen durch persönliche Anwesenheit und direktes Eingreifen. Privatfinanzierungen sind sozusagen an schlaflose Nächte gekoppelt, an das mühsame und kräftezehrende Ringen um bessere Lösungen, um bessere Mitarbeiter, um bessere Marktpositionierung.

Ganz anders bei der Publikumsgesellschaft mit ihren Tausenden von Aktionären und ihren noch zahlreicheren und im wesentlichen völlig anonymen Anleihensgläubigern. Command and Control liegen in den Händen eines dazu bestimmten und hochsalarierten Managements, und die einzige wirkliche Sorge des Aktionärs liegt darin, dass dieses Management nicht seine eigenen Interessen an-

statt jene des Aktionariats verfolgt. Dass solches nicht im Übermasse geschehe, darüber wacht in effizienten Märkten die Horde von Analysten sowie die Späher des Investmentbankings, stets auf dem Sprung, fettgewordene Strukturen dem Frass von Raiders vorzuwerfen. Der Anleihensgläubiger kann sich auf das Urteil der Rating-Agenturen abstützen. Direktes Eingreifen ist weder für ihn noch für den Aktionär tunlich. Seine schlaflosen Nächte bringen der Unternehmung nichts und können dem Investor deshalb erspart bleiben.

Wer wem auf welche Art Geld gibt: Trotz weitestgehend gleicher rechtlicher Regelungen – dasselbe Aktienrecht gilt sowohl für die Familienunternehmung wie für Grossfirmen à la Novartis, Nestlé oder UBS – sind die effektiven institutionellen Anordnungen und die ihnen innewohnenden Anreizstrukturen völlig unterschiedlich. Herrschen bei der Kleinunternehmung Eigenverantwortlichkeit und Engagement mit Haut und Haar vor, so sind es bei grossen Publikumsgesellschaften die straffen Sitten und Gebräuche der Finanzmärkte, die den Unternehmungen den nötigen Kontrollzwang verpassen. Wehe, wem es in einem effizienten Markt an Transparenz gebricht. Der Markt als informationsgenerierendes Instrument wird über kurz oder lang den Wissensnotstand beheben.

4. *Der Bankkredit: ein Kind der Vergangenheit?*

Zwischen der Fremdfinanzierung als Freundschaftsdienst oder qua Verwandtschaft und der grossen Anlehensaufnahme liegt der Bankkredit mit all seinen vielfältigen Spielarten. Bis vor etwa 15 Jahren hätte kaum jemand im Traum daran gedacht, dass an diesem Institut je zu zweifeln wäre. Alles schien so logisch: Die grosse Gemeinde der Sparer auf der einen Seite, die von der fürsorglich und diversifizierend Geld austeilenden Bank versorgten Gewerbe-, Industrie- und Hypothekarschuldner auf der andern Seite; die Fälligkeiten hüben und drüben nach der goldenen Bilanzregel sorgsam ausgeglichen; die Bank als wertschöpfender Motor im volkswirtschaftlichen Kreislauf des Geldes.

Die Funktion der kreditgebenden Bank wurde gemeinhin als sehr nahe der privaten Darlehensgewährung verstanden. Wie hiess der

Titel der damaligen Kreditbroschüre aus der Feder des nachmaligen SBG-Verwaltungsratspräsidenten Holzach? „Verständnis, Vertrauen, Verbundenheit“! Für den heutigen Kreditschuldner tönt dies beinahe zynisch. Damals war es aber weitgehend, und dies nicht nur bei der betreffenden Bank, gelebte Wirklichkeit. Das heisst, der „Schlaflose-Nächte-Koeffizient“ machte eben auch die Qualifikation des Kreditsachverständigen der Bank aus – er lebte, litt und freute sich mit seinen Kreditkunden, beinahe so, als wäre es die eigene Unternehmung.

Die grossen Zeiten erlebte der so verstandene und praktizierte Bankkredit in den Sechziger- und Siebzigerjahren. Im Laufe der Achtzigerjahre begannen mehr und mehr grössere und kleinere Unternehmungen, einen Teil ihrer Bankkredite durch Refinanzierungen aus dem Kapitalmarkt abzulösen. Solche Bestrebungen kamen bis zu einem gewissen Grade auch den Banken entgegen, insbesondere, als sich im Rahmen des Strukturwandels der Neunzigerjahre ein rechter Teil der Ausleihungen in den Kreditportefeuilles der Banken als problematisch und belastend erwies. Es bot sich an, ganze Teile einer Bankbilanz durch Verbriefung in Wertschriften und anschliessenden Verkauf am Markt „zu spülen“. Dies nennt man „Securitisierung“. Das kommerzielle Kreditgeschäft wurde in seiner Bedeutung klar herabgestuft, die dort tätigen Bankkader gegenüber denjenigen der „modernen“ Bereiche benachteiligt.

Dort, wo wegen der Grössenordnung oder wegen anderen Konstellationen Bankkredite dennoch unabdingbar sind, betreiben die Banken das Geschäft heute quasi so, als würde es sich um ein Finanzmarktgeschäft handeln. Schuldner werden nach internen Massstäben einem Rating unterzogen, ihre Ausfallwahrscheinlichkeit wird nach finanzmarktähnlichen Methoden berechnet (bzw. geschätzt), und aufgrund dieser Wahrscheinlichkeitsrechnungen wird auch gleich die notwendige Zinsmarge ermittelt, die es der einst erlauben wird, die Ausfälle problemlos zu kompensieren. Logische Folge ist eine marktWertähnliche Bewertung der Kreditausstände.

Dagegen ist an sich gewiss nichts einzuwenden, vorausgesetzt, solche Methoden verste-

hen sich als Controlling-Instrument und nicht als geschäftsgestaltende Vorgehensweise. Die Essenz des Bankkreditgeschäfts bleibt sonst auf der Strecke. Ein Kreditverhältnis ist nämlich niemals eine statische und einseitige Angelegenheit. Im Gegenteil! Die Schlaflosigkeit des Unternehmers *und* des Kreditsachbearbeiters gründet in einem *zweiseitigen*, zwischenmenschlichen Verhältnis, das Kooperation, Lernprozess, Erziehungsverhältnis zugleich sein kann.

Und sein müsste! Die landesweit grassierende Frustration der Schuldner ergibt sich nicht in erster Linie aus der Tatsache, dass für die durch den tiefgreifenden Strukturwandel objektiv grösser gewordenen Kreditrisiken höhere Zinsen verlangt werden müssen, sondern beschränkt sich sehr oft auf die Klage, nicht einmal angehört zu werden. Kreditrationierung und dekretierte Kategorisierung der Schuldner sind die Kennzeichen einer Geschäftspolitik, die die Zweiseitigkeit des Kreditwesens abgeschafft hat und die ihre Tätigkeit mehr und mehr auf die Broker-ähnliche Vermittlung von Kreditrisiken beschränkt.

5. *Wo Betreuung besser wäre als Kategorisierung*

Uns scheint, dass die Grenzen zwischen der Kreditfinanzierung durch die Bank und der Fremdfinanzierung durch den Kapitalmarkt nur vorläufig und möglicherweise im Zuge der Securitisation auch ziemlich vorschnell festgelegt worden sind. Ganz offensichtlich gibt es doch volkswirtschaftliche Subjekte, die von ihrer Grösse, ihrem Geschäftsgebaren, ihrer Informationspolitik her einer intensiveren, individuelleren, vielleicht auch verständnisvolleren Betreuung bedürfen, als es dies die anonymen Finanzmärkte je anbieten können.

Wer je Gelegenheit hatte, in die Geschäftspraxis von Banken Einblick zu nehmen, deren Haupttätigkeit sich auf die Kreditvergabe an Schuldner in Entwicklungs- und Schwellenländern konzentriert und die in diesem Geschäft erfolgreich sind, der weiss, wovon hier die Rede ist: *Kredit ist nicht gleich Kredit*. Will sagen: Es kommt eben nicht nur auf den Schuldner an, sondern auch auf den Gläubiger, der ihm gegenübersteht. Ein Kreditausstand in den Händen der Bank A, die von Land und Leuten keine Ahnung hat, kann

hoffnungslos verloren sein. Und derselbe Kreditausstand kann in den Händen der Bank B, die über ein spezielles Know-how in diesem Land und über ein entsprechendes Netzwerk von Beziehungen verfügt, durchaus wiedereinbringbar sein, ja zum normalen Geschäftsbestand gehören.

Wenn nun aber zutrifft, dass Kredit nicht gleich Kredit ist, weil es eben auf Schuldner *und* Gläubiger *und* auf die Beziehungen zwischen beiden ankommt, dann ist auch klar, dass solche Schuldverhältnisse nicht handelbar und damit auch nicht marktfähig sind. Im Gegensatz zur gegenwärtig gelehrten und mehr und mehr von der Praxis nachgelebten Theorie meinen wir, die Betreuungsintensität sei ein Kriterium, ob eine Refinanzierung an den Kapitalmarkt gehöre oder nicht. Unseres Erachtens haben sich bei weitem zu viele Finanzierungsbedürfnisse – sowohl auf der Fremd- wie auch auf der Eigenkapitalseite – in Richtung der Finanzmärkte verschoben, und es tummeln sich viel zu viele nicht wirklich finanzmarktfähige Subjekte in Gefilden, deren stringente Regeln sie kaum zu erfüllen vermögen. Die Finanzmärkte fordern nebst genügender Titelliquidität (was minimale Anforderungen an die Grösse jeglicher Emissionen stellt) sehr weitgehende Transparenz in bezug auf Geschäftstätigkeit, Geschäftsrisiken und Zukunftsaussichten. Die Finanzmärkte wollen Rendite und Risiko der Unternehmung A mit Rendite und Risiko der Unternehmung B vergleichen können – Vergleichbarkeit der unternehmerischen Leistung (ökonomisch: der risikoadjustierten Rendite) ist das Stichwort.

Wenn nun zum Beispiel eine Unternehmung wie Esec mit Pauken und Fanfaren im Jahr 1994 ein „Going Public“ durchführt, um im Jahr 1998 die Anleger- und Analystengemeinde durch ziemlich intransparente Liegenschaftentransaktionen zu verunsichern, dann darf man sich füglich fragen, ob dieser Unternehmung nicht besser ein fürsorglicher Kreditsachbearbeiter hätte zur Seite stehen müssen, der den Liegenschaftenunfug kraft seiner Erfahrung wahrscheinlich gestoppt hätte. Finanzmarktfähigkeit müsste eigentlich die höchste Weihe für Refinanzierungsbedürfnisse darstellen. In Tat und Wahrheit stehen die Finanzmärkte aber oft jenen offen, die

Mühe hätten, sich konventionell zu refinanzieren.

6. Vom Notstand zur Geilheit zum Notstand

Nicht, dass wir uns in einem plötzlichen Anfall von Regulierungslust dazu hinreissen liessen, der behördlichen Beschränkung des Zugangs zu den Finanzmärkten das Wort zu reden. Das entspräche einem gründlichen Missverständnis. Markt ist Trial and Error, Versuch und Irrtum, Erfolg und Verlust, und daran soll sich beileibe nichts ändern. Dennoch sei es uns unbenommen, vor einer Konstellation zu warnen, die darin besteht, dass einerseits immense Mengen liquider Beträge nach höheren Renditen streben, und andererseits jedermann, der eine auch nur halbwegs taugliche Unternehmung betreibt, von diesem Umstand Gebrauch macht, ja, die Situation gegebenenfalls ausnützt.

Überliquide Situationen, wie wir sie seit einiger Zeit erfahren, bergen die immanente Gefahr der Unvorsichtigkeit in sich. Und die Deregulierungs- und Globalisierungswelle hat dazu geführt, dass sich diese Unvorsichtigkeit praktisch unbeschränkt ausbreiten kann – qualitativ und räumlich. Ohne mit der Wimper zu zucken kann einem sogenannten „Frankeninvestor“ ein Ukraine-Bond untergejubelt werden, und ohne Wimperzucken kommen ein Gipfelbäcker und ein Waschmaschinenproduzent (mit einem Firmengewinn pro 1997 von 5,4 Mio. Franken!) an die Börse. Und das ist vermutlich erst der Anfang. Es ist nämlich absehbar, dass nach Abklingen der grossen Gewinne mit der Investition in strukturwandelgestärkte Blue Chips der Run auf sogenannte „Perlen“ der Small und Mid Caps beginnt. Spätestens dann sollte der Anleger vorsichtig werden. Es gilt dann, der Rendite-Geilheit keinen Notstand folgen zu lassen.

Die Rückkehr des Kreditrisikos ist vorprogrammiert. Des durch den Investor unkontrollierbaren Kreditrisikos und des durch die Märkte nicht hinlänglich kontrollierbaren Kreditrisikos. Wir wagen vorauszusagen: Die nächste Finanzkrise wird eine Kreditrisikokrise sein.

Man tut also gut daran sich zu überlegen, ob ein Anlageobjekt tatsächlich den Erfordernis-

sen der Kapitalmarkttauglichkeit entspricht oder ob es den nach neuen Eigen- oder Fremdmitteln Strebenden nicht viel eher darum geht, von den Vorzügen und Segnungen der Kapitalmärkte zu profitieren, ohne die dazu notwendigen Qualifikationen effektiv zu erfüllen. Denn eines ist klar: Kreditrisiken lassen sich durch eine Umlagerung auf den Kapitalmarkt nicht aus der Welt schaffen. Im Gegenteil!

7. Südostasien: eine Kreditrisikokrise

Viel ist über die Krise in Südostasien schon geschrieben worden. Männiglich sieht ein, dass die dortigen Übertreibungen zu spät als bedrohlich eingestuft wurden und dass die sprichwörtliche Investitionswut viel zu lange als „gesundes“ Wirtschaftswachstum interpretiert worden war. Es spricht übrigens Bände, wie spät die auf die Beurteilung von Bonitätsrisiken (sprich: Kreditrisiken) spezialisierten Rating-Agenturen Warnsignale an die Anleger-Gemeinde aussandten. Zu spät. Die Verluste waren bereits eingetreten. Solches Versagen wirft auch ein eher fahles Licht auf die oben erwähnten Modelle zur Einschätzung und Bewältigung von Kreditrisiken bei Banken. Wird nicht möglicherweise mit viel Zahlenwerk und Pseudogenauigkeit, wie wir sie von den Rating-Agenturen her auch kennen, Sicherheit in der Beurteilung vorgetäuscht, die es letztlich gar nicht geben kann? Und besteht nicht die Gefahr, dass mittels solcher Modelle „optimierte“ Bilanzen im Ernstfall zu tiefe Eigenmittel aufweisen? Unsere diesbezügliche tiefe Skepsis lässt sich jedenfalls nicht so einfach von der Hand weisen.

Ist es nicht wunderbar, wenn man die persönliche Verantwortung für eine Risikonahme mit dem Hinweis auf die Erkenntnisse einer Rating-Agentur oder gegebenenfalls auf das bankinterne Kredit-Ratingsystem vermindern oder abschieben kann? Darin liegt doch die Crux der modernen Sicht des Kreditwesens: Dass in erster Linie Anreizsituationen geschaffen werden, die dem Bedürfnis nach besserem Schlaf von Management und Kreditsachbearbeitern entgegenkommen!

Die gegenwärtig ausstehenden Asien-Kredite betragen rund 1'000 Milliarden US-Dollar. Interessant der zeitliche Aspekt: Vor gerade noch fünf Jahren war man noch nicht einmal

bei einem Drittel dieses Gewaltsbetrages angelangt. Oder anders ausgedrückt: In den letzten paar Jahren wurde blindlings Geld nach Südostasien katapultiert. Blindlings bedeutet, ohne sich der Kreditrisiken wirklich bewusst zu sein, oder vielleicht auch im Vertrauen darauf, diese Risiken ohne weiteres „am Markt“ wieder loswerden zu können. Wir haben in unserem letzten Anlagekommentar vom Januar 1998 auf die diesbezüglichen Ausstände einiger besonders interessierender Banken hingewiesen. Wir glauben nicht, dass heutzutage für ihre Südostasien-Kredite ein besonders liquider Markt besteht; die Nachfrage dürfte eher gering sein...

Im Grunde genommen sind Länder wie Korea, Thailand, Indonesien und auch Japan eben nur beschränkt kapitalmarktfähig. Weshalb? Weil es aufgrund der extrem undurchsichtigen Verhältnisse an einer der wesentlichsten Voraussetzungen dazu gebricht. „Vergleichbarkeit der ökonomischen Leistung“ ist notwendige Voraussetzung, dass der Markt nachhaltig zu ökonomisch sinnvoller Preisbildung in der Lage ist. Wenn nun die betreffenden Länder als solche wie auch die Mehrzahl der dort ansässigen Unternehmen alles daran setzen, ihre tatsächliche ökonomische Leistung gerade *nicht* vergleichbar zu machen und sich stattdessen bis ins Unkenntliche zu verschachteln, und wenn dem Aussenstehenden völlig unklar bleiben muss, in welche Kanäle der Gewinn der durch unbestreitbaren Fleiss erbrachten Arbeit fließt, dann kann vernünftigerweise eben auch nicht erwartet werden, dass die Märkte auf Antrieb die richtigen Einstufungen für solches Tun finden.

Die Südostasienkrise entspricht einem Neubewertungsprozess. Viel zu hoch eingestufte „Werte“ erschienen plötzlich in völlig neuem Licht - die Erkenntnis machte sich breit, dass an Rückzahlung oder an Rendite unter den gegebenen Bewertungsverhältnissen nicht zu denken sei. Man wurde mit anderen Worten der immensen Kreditrisiken gewahr. Banken, die in völliger Unkenntnis der Dinge Ausleihungen in diese Weltregion gesetzt haben (was in aller Welt soll eine Landesbank eines deutschen Bundeslandes mit 14 Milliarden US-Dollar am andern Ende des Globus?!), müssen nun zur Kenntnis nehmen, dass es eben doch einen Unterschied gibt zwischen

liquiden Kapitalmarktschulden westlicher Provenienz und Ausleihungen, die besser als wirkliche Bankkredite mit der notwendigen Sachkompetenz behandelt worden wären.

8. Quintessenz: Liquidität und Transparenz!

Zweifellos gehören Ausfallrisiken zum Wesen jeglichen wirtschaftlichen Tuns und Lassens, und sie sind auch bei kapitalmarktfähigen Subjekten nicht auszuschliessen. Wer einmal stolzer Besitzer von Aktien der einstmals in jeder Hinsicht erfolgreichen Computerfirma Wang gewesen ist, weiss das. Jedes Aktienengagement, jede Mittelhingabe an einen Obligationenschuldner, und sei es an einen staatlichen, birgt ein gewisses Kreditrisiko in sich. Und dieses Kreditrisiko wird vom Markt auch mit einer Prämie entschädigt.

Wir meinen aber, es gebe Kriterien, nach denen der Anleger, der ja nicht unbedingt dazu berufen ist, Bank zu spielen, und dem es auch oft an der dazu notwendigen Grösse fehlt, seine Kreditrisikonahme auszurichten habe. Diese Kriterien heissen Liquidität und Transparenz.

Macht es denn für einen einzelnen Anleger wirklich Sinn, einen beträchtlichen Teil seiner Mittel in eine Anlage zu stecken, die er im Notfall kaum mehr loswerden kann? Der Mangel der Illiquidität trifft leider für viele Small Cap-Anlagen aber zu. Und macht es für einen Anleger Sinn, einen Teil seiner Mittel in Risiken zu investieren, von denen er keine Ahnung haben kann, welche die Parameter sind, die der Anlage zu Erfolg verhelfen oder die den Absturz herbeiführen? Nehmen wir den Ukraine-Bond: Welcher Normalanleger kann denn ermesen, ob die Wiederwahl Lukaschenkos in Weissrussland die Rückzahlung wahrscheinlicher mache oder nicht? Und wer kann wissen, ob der schwelende Konflikt mit Weissrussland nicht doch einmal ausbricht und dann den Ukraine-Bond zum Nonvaleur macht?

Um nicht falsch verstanden zu werden: Es gibt nichts Verdienstvolleres, als in Small Cap-Anlagen zu investieren. Nur muss man sich dann auch bewusst sein, dass man sich an jenem Rande des Spektrums bewegt, wo Betreuungsintensität angesagt ist. Dort also, wo die schlaflosen Nächte des Investors nicht

nur normal, sondern geradezu gefordert sind. Erfolg in Small Caps ohne Schweiß und Tränen gibt es nicht. Aber wenigstens helfen Schweiß und Tränen, im Gegensatz zum Investment in den Ukraine-Bond...

Es mag vielleicht etwas phantasielos und langweilig tönen: Aber wir ziehen vor, unsere Kreditrisiko-Exposition dort aufzubauen, wo wir wissen, dass die Kapitalmärkte in all ihrer Härte und Effizienz spielen. Und wo wir wissen, dass sich die Schuldner den Regeln dieser Märkte unterziehen, wie sie es in den letzten paar Jahren gelernt haben. Deshalb raten wir dem „Frankeninvestor“ nicht zum Kauf von Ukraine-Bonds, sondern, wenn schon eine Renditeverbesserung gesucht wird, zur Risikonahme im liquiden und transparenten Markt internationaler Blue Chip-Unternehmungen.

Denn es sollte nicht vergessen werden, dass die Risikonahme in Aktien-, sprich: Eigenkapitalform, stets den Vorteil hat, nach oben „offen“ zu sein. Oder anders gesagt: Aktienanlagen partizipieren vollumfänglich und ohne Obergrenze am guten Gelingen. Demgegenüber ist die Entschädigung für risikobehaftete Fremdkapitalhingaben nach oben immer beschränkt. Kein Bond wird zu mehr als 100 % zurückbezahlt. Wenn also die anfangs gestellte Frage beantwortet werden soll, welche Risiken sich eher legitimieren lassen und welche weniger, dann dürften unsere Präferenzen einmal mehr kommuniziert worden sein.

KH, 23.3.98