

Im Reich der Schattenbanken

Alternative Anlagen wachsen rasch in der Niedrigzinsphase. Das besorgt Notenbanker und Finanzaufseher.

Von Markus Frühauf, Frankfurt

Der Begriff der Schattenbanken spukt seit vielen Jahren durch die Finanzwelt. Dafür sorgen regelmäßig die Berichte internationaler Finanzaufsichtsgremien wie zum Beispiel des Finanzstabilitätsrats (FSB) der G-20-Regierungen oder des Europäischen Systemrisikorats (ESRB), dem die Europäische Zentralbank (EZB), die Europäische Kommission und die drei EU-Aufsichtsbehörden Esma (Wertpapiere), EBA (Banken) und EIOPA (Versicherer) angehören. Vor Kurzem schlug EZB-Vizepräsident Luis de Guindos Alarm und forderte, die Schattenbanken an die kurze Leine zu nehmen. Diese hielten inzwischen schon mehr als ein Viertel aller von Banken aus dem Euroraum ausgegebenen Anleihen und Aktien. Der EZB bereitet Sorge, dass Probleme der Schattenbanken dann auch den regulierten Bankensektor in den Abwärtssog reißen könnten.

Doch wer sind diese Schattenbanken? Das Spektrum reicht sehr weit, von den eher risikobereiten Hedgefonds über die klassischen Investmentfonds bis zu den streng beaufsichtigten Versicherern. Ein weiterer Gradmesser für die Bedeutung ist das hohe Wachstum alternativer Anlagen in den vergangenen Jahren. Angetrieben durch die Niedrig- und Negativzinspolitik der EZB, hat sich das in den darauf ausgerichteten Fonds verwaltete Vermögen in Europa seit dem Jahr 2015 um 75 Prozent auf knapp drei Billionen Dollar erhöht. Ähnlich wie bei den Schattenbanken ist das Spektrum sehr groß und mit Blick auf die Risiken sehr heterogen: Dazu zählen vergleichsweise sichere Anlagen wie Immobilien oder Infrastruktur, aber auch riskante Formen wie Kreditfonds (Private Debt), Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) oder Hedgefonds, die sehr unterschiedliche Anlagestrategien verfolgen können. Was diese sehr unterschiedlichen Anlageformen eint, ist deren Illiquidität. Das bedeutet, alternative Anlagen sind nicht so leicht veräußerbar wie Aktien oder Anleihen, für die es einen geregelten Handel an den Börsen gibt.

Bei Direktinvestitionen in Infrastruktur oder Private Equity ist das zum Beispiel nicht möglich. Im Gegensatz zu den öffentlichen Börsen werden diese Anlagen auf privaten Märkten gehandelt, auf denen die Transaktionen deutlich mehr Zeit benötigen können. Dem Nachteil der Illiquidität stehen attraktive Renditen gegenüber: Infrastrukturinvestitionen, die von Mobilfunktürmen über Glasfasernetze bis zu Brücken und Straßen reichen, ermöglichen über einen längeren Zeitraum von zehn bis 25 Jahren jährliche Renditen von bis zu 5 Prozent. Renditen im Bereich Private Equity bewegen sich über der Marke von 10 Prozent. Am stärksten ist in Europa seit 2015 das Segment Private Debt mit 141 Prozent gewachsen. Hierzu gehören auch die Verwertung notleidender Kredite oder Unternehmenssanierungen, also riskante Situationen, die Renditen von sogar 20 Prozent ermöglichen.

Gerade institutionelle Investoren mit langfristigen Zahlungsverprechen schätzen Infrastrukturanlagen, die einigermaßen sicher sind, aber vergleichsweise attraktive Renditen bieten. Versicherer oder Pensionsfonds können damit Kapitalanlagen und ihre weit in der Zukunft liegenden Auszahlungsgarantien in Einklang bringen. Das nennt sich im Finanzjargon Asset-Liability-Management. Dafür bevorzugen nach Aussage von Frank Dornseifer, Geschäftsführer des Bundesverbands Alternative Investments (BAI), diese Investoren lange Durationen, also lange Laufzeiten. "Nicht ohne Grund sind Private-Markets-Strategien und geschlossene Investitionsvehikel

schon seit einiger Zeit sehr gefragt. Und auch der Aufsicht bereiten diese Strukturen weniger Kopfzerbrechen, denn dort gibt es keine Fristentransformation", antwortet er auf Anfrage der F.A.Z. Fristentransformation betreiben viele Banken, in dem sie lang laufende Kredite zum Teil über kurzfristige Anleihen finanzieren. Die Zinsen am kurzen Ende sind meistens niedriger als am langen, womit die Banken über Fristentransformation Zinserträge erwirtschaften. Das kann aber gefährlich werden, wenn die langfristigen Zinsen unter die kurzfristigen fallen oder wenn die Märkte keine kurzfristigen Finanzierungen gewähren. Viele Banken sind aufgrund der Fristentransformation in eine Schiefelage geraten.

Das hohe Wachstum alternativer Anlagen führt Dornseifer nicht nur darauf zurück, dass die Investoren damit ihre Renditeziele in dem historisch niedrigen Zinsumfeld erreichen wollen, sondern auch auf ihre guten Erfahrungen mit dieser Anlageklasse. Er beruft sich dabei auf eine jährliche Umfrage seines Verbands unter fast 100 Investoren. Traditionelle Anlagen sind seinen Worten zufolge nicht mehr konkurrenzfähig. Zum Teil sei das Wachstum auch auf die gestiegenen Preise für alternative Vermögenswerte zurückzuführen, fügt der BAI-Geschäftsführer hinzu.

Große Vermögensverwalter haben in den vergangenen Jahren den Bereich Alternative Investments ausgebaut. Dazu zählt die amerikanische Fondsgesellschaft Invesco, die in diesem Segment Vermögenswerte von 176,5 Milliarden Dollar verwaltet. "Alternative Anlagen sind wirkungsvolle Instrumente für Investoren, die Wachstum und Erträge aus diversifizierten Quellen jenseits der traditionellen Kapitalmärkte suchen", berichtet Sascha Specketer, Leiter des Vertriebs von Invesco in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Angesichts der rückläufigen langfristigen Renditeerwartungen an den traditionellen Märkten könnten alternative Investments einen wesentlichen Beitrag zum Vermögensaufbau und -erhalt und zur Generierung höherer regelmäßiger Erträge leisten.

Dass diese Anlageklasse als risikoreicher erachtet wird, ist für Specketer nur mit Einschränkungen der Fall. Es sei richtig, dass in der Regel das Liquiditätsrisiko höher sei. "Mit Bezug auf das zugrundeliegende Verlustrisiko ist dies aber nur mit Einschränkungen der Fall", betont Specketer. Ein "gutes Beispiel" sind für ihn die auf Immobilien laufenden vorrangigen Kreditverträge. Diese werden nach seinen Angaben gegenüber Unternehmensanleihen mit vergleichbaren Bonitätsrisiken bis zu 1,25 Prozentpunkte höher verzinst, weisen geringere Ausfallquoten aus und sind meistens durch die finanzierten Immobilien besichert, was Investoren vor einem Totalverlust absichert.

Dennoch ist die schlechtere Handelbarkeit ein Risiko, wenn die Märkte in eine Schockstarre verfallen. Vor allem Hedgefonds halten immer wieder Märkte und Aufseher in Atem. Das jüngste Beispiel ist das amerikanische Vehikel Archegos, das der Schweizer Großbank Credit Suisse Milliardenverluste eingebrockt hat. Problematisch sind Hedgefonds, die mit hohen Schulden arbeiten. Laufen die Anlagen oder Wetten in die falsche Richtung, kann es schnell eng werden.

Wie gefährlich das für die gesamten Märkte werden kann, hat sich im März 2020 im Corona-Crash gezeigt. Damals sind vor allem Hedgefonds in eine schwierige Lage geraten, weil viele Investoren zum gleichen Zeitpunkt aussteigen wollten. Deshalb mussten die Hedgefonds sehr schnell Wertpapiere, darunter amerikanische Staatsanleihen, verkaufen. Die amerikanische Notenbank Federal Reserve musste Schlimmeres verhindern und war gezwungen, die Wertpapiere zu kaufen. Auch bei den Kurskapriolen rund um die Gamestop-Aktie sind Anfang des Jahres Hedgefonds in die Bredouille geraten. Vor allem die Notenbanken sind es leid, für diese riskanten Anlagestrategien in die Bresche springen zu müssen.

"© Alle Rechte vorbehalten. Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Frankfurt. Zur Verfügung gestellt vom Frankfurter Allgemeine Archiv"