

GESPRÄCH MIT JOCHEN FELSEHMEIER, ASSENAGON

# Anhaltende Marktverwerfungen erwartet

## Creditfonds-Manager: Banken treten als Asset-Verkäufer auf – Chancen für Deals mit negativer Basis

Von Kai Johannsen, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 17.12.2009

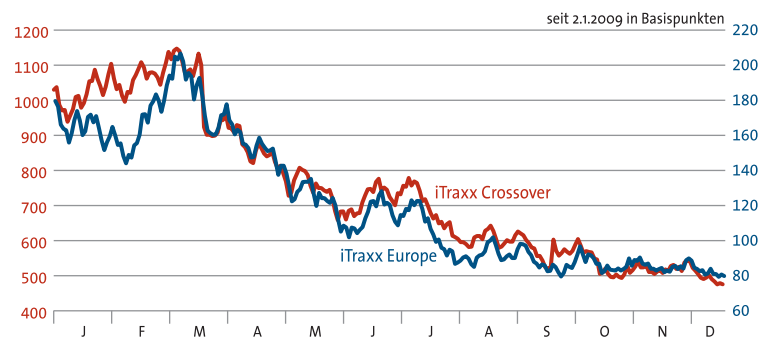
Angesichts der enormen Rally, die die Credit-Märkte in diesem Jahr erlebt haben, lässt sich der Eindruck gewinnen, die Krise könnte bereits überstanden sein. „Die Spreads haben sich zwar eingengt, aber die Marktverwerfungen, von denen wir einmal glaubten, sie seien temporärer Natur, bestehen nach wie vor“, sagt Jochen Felsenheimer, Creditfonds-Manager bei dem Finanzdienstleister Assenagon, im Gespräch mit der Börsen-Zeitung. Felsenheimer verweist in diesem Zusammenhang auf die negative Basis. Eine negative Basis liegt vor, wenn beispielsweise eine Unternehmensanleihe mit einem Spread über dem Interbankzinsniveau von 500 Basispunkten (BP) handelt und gleichzeitig der laufzeitkongruente Credit Default Swap (CDS), mit dem sich der Kreditausfall absichern lässt, nur mit 200 BP handelt. Dann kann die Anleihe gekauft und per CDS abgesichert werden, und es resultiert ein risikoloser Ertrag von 300 BP.

### Akteure weggefallen

Derartige negative Basen lassen sich Felsenheimer zufolge in diversen Credit-Segmenten beobachten, so zum Beispiel bei Krediten (Loans), der gesamten Bandbreite der Asset Backed Securities (ABS), aber auch bei Wandelanleihen. „Durch die Krise sind viele Marktteilnehmer, die vorher derartige Opportunitäten ausnutzen konnten, weggefallen. Andere Investoren können keine oder nicht so große Risikopositionen in diesen Bereichen eingehen. Demzufolge bleiben derartige Marktverwerfungen schlichtweg bestehen“, sagt Felsenheimer. Der Creditfonds-Manager hatte im April dieses Jahres einen Fonds aufgelegt, um von den negativen Basen im Bereich der Unternehmensanleihen zu profitieren. Nun soll es einen neuen Fonds geben, der auch für Privatanleger zugänglich ist. Der neue Fonds, der im Januar aufgelegt werden soll, konzentriert sich auf ein breiteres Credit-Spektrum. „Wir wollen die negativen Basen bei ABS, Krediten, aber auch Wandelanleihen ausnutzen. Angestrebt wird eine Performance von 350 BP über dem Dreimonats-Euribor nach Kosten“, sagt er.

Der Experte erwartet, dass es genau in diesen Bereichen auch im kommenden Jahr anhaltende Markt-

### iTraxx Crossover und iTraxx Europe



© Börsen-Zeitung

Quelle: Thomson Reuters

anomalien geben wird. „Das kann aber auch noch 2011 der Fall sein“, sagt er. Rund um den Globus erarbeiten die Aufsichts- und Regulierergremien strengere Vorschriften für die Eigenkapitalunterlegung von Risikopositionen und sehr viel restriktivere Liquiditätsanforderungen. Hinzu käme ein strikteres Risikomanagement. „Wie auch immer die restriktiveren Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften für die Banken letzten Endes im Detail auch aussehen werden: Das Deleveraging, d. h. der Risikoabbau in den Bankbilanzen, wird weitergehen. Die Banken treten dann als Asset-Verkäufer am Markt auf“, so Felsenheimer. Da die Banken immer noch sehr voluminöse Kreditbücher haben und auf umfangreichen ABS-Beständen sitzen, seien in diesen beiden Segmenten der handelbaren Kredite und der ABS-Papiere die nächsten Verkäufe als Reaktion der Banken zu erwarten.

### Zaghafter Versuch der EZB

Insbesondere bei den ABS würden im nächsten Jahr zusätzliche Belastungsfaktoren auftreten. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat bereits angekündigt, dass die Lieferbarkeitskriterien von ABS-Transaktionen zwecks Liquiditätsbeschaffung bei der EZB verschärft werden sollen. Im Zuge der Krise waren die Kriterien gelockert worden, um zusätzliche Liquiditätsfazilitäten für die Banken zu schaffen. In Zukunft sollen für neu emittierte ABS Ratings von mindestens zwei Agenturen notwendig sein. Das sei nicht mehr als ein zaghafter Versuch, zur normalen Liquiditätsversorgung der Banken zurückzukehren. „In dieser Situation ist die Gefahr sehr groß, dass die

Banken die Liquidität an die EZB zurückgeben und die ABS-Positionen, die sie im Gegenzug von der EZB wieder zurückbekommen, im Markt verkaufen könnten. Und das wird definitiv ein Härtefall für den Markt strukturierter Kreditprodukte, vor allem wenn die Banken gleich reihenweise mit der Refinanzierung der ABS-Positionen über den Markt konfrontiert sind“, so Felsenheimer. Die Wahrscheinlichkeit, ob dieser Test bestanden wird, hängt davon ab, wie sich das Refinanzierungsdilemma im kommenden Jahr entwickelt. „Und eins ist doch wohl auch offensichtlich geworden: Refinanzierungsprobleme sind in dieser Krise nicht auf Banken und Unternehmen beschränkt. Das hat das Beispiel Dubai gezeigt. Wobei es natürlich übertrieben ist, gleich vom Staatsbankrott zu reden. Aber im nächsten Jahr könnten weitere Staatenrefinanzierungsprobleme auftreten. Die Entwicklung in Griechenland sollte man vielleicht nicht gerade auf die leichte Schulter nehmen“, so Felsenheimer.

Ein weiteres Problem im Bankensektor sieht der Experte – neben anhaltenden Abschreibungen – in der zu erwartenden Welle an Rating-Herabstufungen im gesamten Segment der Credits. Auch das führte zu höheren Eigenkapitalanforderungen, da die herabgestuften Positionen mit mehr Eigenkapital unterlegt werden müssen. Von diesen Rating-Downgrades seien Einzelkreditpositionen genauso betroffen wie strukturierte Kreditportfolios. „Es gab bereits eine Reihe von dramatischen Herabstufungen von Triple-A in Sub-Investment-Grade. Betroffen waren dabei vor allem amerikanische Strukturen mit einem Immobilien-Link. Das fängt bei RMBS an und hört bei CDO

auf ABS auf. Weiterer Rating-Druck wird bei Banken wiederum Eigenkapitalbedarf auslösen“, sagt er.

Das würde Auswirkungen auf den Markt haben. „Neben dem Risiko, dass die Banken in diesen Segmenten wiederum als Asset-Verkäufer am Markt auftreten, weil sie die Kreditpositionen schlichtweg abbauen müssen, steigt damit auch die Gefahr einer Kreditklemme, die selbst wiederum wachstumshemmend wirkt. Das wird anhaltende hohe Ausfallraten nach sich ziehen, die letzten Endes wiederum Abschreibungsbedarf bedeuten“, so der Experte. Dieser Anpassungsprozess müsste schlichtweg in Kauf genommen werden. Die geldpolitischen und staatlichen Instanzen würden dieser Entwicklung recht hilflos gegenüberstehen. „Eine expansive Geldpolitik hilft den Banken nicht dauerhaft beim Risikoabbau und verzögert nur den Anpassungsprozess.“

### Mehr Bonds als Kredite

Eine weitere logische Konsequenz für den Bankensektor sei, dass die Refinanzierung der Unternehmen via Bankkredite (Loans) nicht mehr in demselben Umfang möglich sein wird wie etwa noch vor zwei Jahren. Während in den vergangenen Jahren das Volumen der Kreditvergabe an die Unternehmen doppelt so hoch ausfiel wie das Volumen der Anleiheemissionen, sei dieses Verhältnis in diesem Jahr umgekehrt. „Auch in den nächsten Jahren ist damit zu rechnen, dass der Anleihemarkt von der zurückgehenden Kreditvergabe der Banken profitiert. Die Neuemissionstätigkeit sowohl bei Investment-Grade-Credits als auch bei High-Yieldern wird demzufolge weiterhin hoch bleiben.“ Es käme zu einem Druck auf den Sekundärmarkt.

Vor diesem Hintergrund würde es im kommenden Jahr in den diversen Bereichen der Credits – ob nun bei handelbaren Krediten oder ABS-Positionen – zu anhaltenden Verwerfungen kommen, angesichts der Regulierungsperspektiven für die Banken und des Refinanzierungsdilemmas könnte diese sogar noch schärfer als in diesem Jahr ausfallen. „Wir werden demzufolge weiterhin die Marktanomalien der negativen Basen sehen“, so Felsenheimer. Infolgedessen ergebe es auch wenig Sinn, auf Richtungen der Credit-Märkte zu setzen. „Relative-Value-Positionen wie beispielsweise die Negative-Basis-Trades sind sehr viel sinnvoller.“