

## MEINUNG

**Die kommende Bankenkrise folgt einem unvermeidlichen Protokoll**

Der Regulator hat die Anreize geschaffen für einen fatalen Konnex zwischen Banken- und Schattenbankensystem. Auslöser für den nächsten Crash dürfte deshalb ein alter Bekannter sein.

Jürg Lutz

17.07.2025, 01.33 Uhr

Die Banken reagieren systematisch auf Anreize, die von den Regulierungsbehörden geschaffen werden. Wenn es schief geht, dann ist das ist nicht nur der Fehler der Banken, sondern auch dem Umstand geschuldet, dass Regulierer Juristen sind und nicht Verhaltenswissenschaftler. Es erstaunt nicht, dass die Regulierungsbehörden nach jedem Crash und dem unfehlbar folgenden Regulierungsschub regelmässig nachjustieren müssen, weil in ihrer Welt diese neuen Anreize nicht vorstellbar waren.

Es scheint, dass sie bald schon wieder Handlungsbedarf haben, da sonst demnächst eine neue Katastrophe droht.

Im Anschluss an die Grosse Finanzkrise zielte die Bankenregulierung darauf ab, systemische Risiken in den Bankbilanzen umfassend zu reduzieren. Es ist bekannt: Die Banken verleihen ihre Gelder langfristig, finanzieren sich aber über Depositen kurzfristig. Kommen im Publikum Zweifel über

die Qualität der Bankbilanz auf, rennen die Depositäre in Scharen zur Bank und fordern das Geld zurück, das Institut kollabiert, der Schaden ist angerichtet.

Die Behörden handelten nach dem Nahtoderlebnis der globalen Finanzkrise, indem sie rigoros die Eigenkapitalunterlegung von Bankausleihungen – je riskanter, desto brutaler – erhöhten, damit Kredite verteuerten und schwankungsanfällige Bereiche wie Eigenhandel und Beteiligungen bei Hedgefonds etc. eindämmten.

Die Banken reagierten rational auf diese neuen Gegebenheiten und fuhren die klassischen Ausleihungen zugunsten von Securitisation («Leveraged Loans»), Strukturierungen («Collateralised Loan Obligations»), Intermediation und Auslagerung ins Schattenbanksystem zurück.

Umgekehrt explodierte mit Private Credit ein spezifischer Teil des Schattenbanksystems, der mit langfristigem Geld finanziert die frühere Kreditvergabe der Banken übernahm, und dies effizient, flexibel und enorm erfolgreich, ohne das Damoklesschwert der Fristeninkongruenz über sich, begünstigt durch eine weniger weitreichende Regulierung und angenehmere Kapitaldeckungssätze. Dem Regulator gefiel der Trend angesichts der weit höheren Eigenkapitalisierung der Private-Credit-Firmen verglichen mit dem Bankensystem, wo die Eigenkapitalien hauchdünn waren. Die geringere Transparenz des Sektors nahm er hin.

So weit ist alles gut.

Weniger bekannt ist der Umstand, dass der Regulator den Banken gewährte, existierende Risiken auf ihren Kreditportfolios durch Verträge mit Gegenparteien an diese zu transferieren, um dadurch Entlastungen in der Eigenkapitalisierung zu erhalten. Das birgt einen enormen Vorteil für die Banken: Sie können die wertvollen Beziehungen zu den Schuldern behalten und mit Cross-Selling bewirtschaften. Und dieses Geschäft boomt. Banken lieben es, Finanzprodukte mit 3-Buchstaben-Akronymen zu versehen: CLO, CDO, ABS, MBS, CMO, CDS, MTN, FRN, CLN, RMB, ETF, ATM, IPO, KYC, OTC...

Und auch hier wurde ein neues Buzzword kreiert: **SRT**.

Es steht für «**Significant Risk Transfer**» in Europa bzw. «**Synthetic Risk Transfer**» im amerikanischen Umfeld. Und das Produkt hat es in sich: Es ist erfolgreich, effizient, beliebt und erreicht alle Ziele des Regulators, indem es die Bankbilanzen weniger riskant macht, das Risiko an eine breit diversifizierte Meute von Hedge-Fonds, Versicherungen, Vermögensverwaltern und zunehmend an Private Debt transferiert und das systemische Bankrisiko damit atomisiert.

Das Produkt SRT ist hoch interessant, für Gourmets wie mich ausserordentlich schön, aber eine vertiefte Besprechung würde den Rahmen dieses Beitrags sprengen. Ich habe Ihnen deshalb ein Q&A zum Thema SRT verfasst, das Sie **hier** finden können, inklusive Literaturliste für interessierte Leser. Nur so viel: Das Produkt gibt es seit den Neunzigerjahren, fristete ein Mauerblümchendasein, hat aber in den letzten Jahren einen Siegeszug angetreten. SRT befreien die Banken von Defaulttrisiken auf Kreditportfolios und machen Kapital frei,

ohne dass der Bankkunde hiervon etwas erfährt, denn die Kredite verbleiben bei den Banken.

Wenn die Banken es geschickt machen mit ihren SRT-Strategien, dann profitieren sie von einem Double Whammy: höheres CET<sub>1</sub>-Eigenkapital und höhere Eigenkapitalrendite und damit eine höhere Aktienbewertung. Common Equity Tier 1 ist das harte Kernkapital einer Bank, bestehend vor allem aus eingezahltem Aktienkapital und einbehaltenen Gewinnen, das als zentrale Kennzahl zur Beurteilung der finanziellen Stabilität dient. Vereinfacht gesagt sind SRT eine direkte Schöpfung der Regulatoren, indem sie interessanterweise eine Arbitragemöglichkeit für die Banken geschaffen haben, wenig riskante, aber über Gebühr teure Ausleihungen abzusichern und im Kalkül von Kosten (Zins an die Versicherer) und Nutzen (eingesparte Kapitalkosten) Mehrwert für die Bank zu schaffen. Die Zusammenhänge sind hochinteressant, lesen Sie das **Q&A!**

So weit ist alles gut, ja besser.

Nun gibt es eine Reihe von Kritikern beim Thema SRT. Sie sehen in der Arbitrage von lebensfernen Regulierungsparametern eine systematische Aushöhlung der CET<sub>1</sub> der Banken; die Eigenkapitalisierung sei demnach schöngerechnet. Dieser Aspekt ist unbestritten. Bei den veröffentlichten Eigenkapitalzahlen handelt es sich faktisch um eine durch arbiträre Regulierungsbestimmungen zusammengeschusterte Frankensteinzahl. Mir schwant, die Kritiker haben hier einen Punkt.

Unschön.

Ein weiterer Anreiz durch die Regulierung besteht darin, dass Banken weniger direkte Ausleihungen (riskant und mit hohen Kapitalvorschriften) durch **Kredite an Private Debt** (hoch besichert, mit tieferen Kapitalvorschriften) substituieren. Die Private-Debt-Firmen investieren dann womöglich in wesentlich riskantere Segmente, als es die Bank je gemacht hätte, aber egal, die vorteilhaften Kapitalbestimmungen schenken ein. Also wird es im grossen Stil gemacht. Wegen der Regulierung geht also das Kreditgeschäft im Trend weg von den Banken zum Schattenbanksystem, und die Banken finanzieren das Schattenbanksystem... Banken und Schattenbanken sind damit miteinander verbunden.

Ist das optimal? Wird damit nicht der Grund der Regulierung hintertrieben?

Ein dritter Punkt, der in diesem Zusammenhang wichtig werden könnte, ist der, dass gewisse Trends im Underlying der Private-Debt-Industrie zu reden geben. Etwa, dass viele dieser nicht an einer Rating-Agentur eingestuft Krediten eigentlich notleidend sind, dank der kuscheligen Schuldner-Gläubiger-Beziehung im Bereich Private Debt aber weitergeführt werden, mit ungewissem Ausgang. Dass ein gewisser Teil des Zinsdienstes nicht durch Cash, sondern durch zusätzliche Schuldtitel erfolgt («Payment in Kind»), dass generell wegen laxen Verträgen der Gläubiger übervorteilt worden ist und dies noch bitter bereuen könnte.

Viertens, und jetzt geht's ums Eingemachte: Was, wenn die Banken mittels SRT einen immer grösseren Teil ihrer Kreditrisiken an die Private-Debt-Industrie auslagern (Private Debt ist zum dominierenden Versicherer von SRT avanciert) und dann diese gleichen Unternehmen finanzieren? Wenn letztere

sogar aktiv den Leverage heraufschrauben, wiederum mit der Hilfe der Banken?

SRT boomt, Private Debt boomt, die Industrie sucht händeringend nach Investitionsmöglichkeiten, es erstaunt nicht, dass man jede Woche von neuen Jumbo-SRT-Deals hört, die immer grössere Bankenportfolios referenzieren. Man muss nicht davon ausgehen, dass Banken aktiv genau diejenige Private-Debt- oder Hedgefund-Firma finanziert, die ihr eigenes Kreditportfolio abgesichert hat, hier gilt die Unschuldsvermutung. Aber für ein systemisches Risiko ist dies nicht notwendig, es genügt, wenn der Konnex zwischen Banken und Schattenbanken festgezurrert ist. Sind die Risiken gar nie aus dem Bankensystem entfernt worden? Oder kehren sie jetzt einfach zurück?

Das sollte den Betrachter nachdenklich stimmen.

Und schliesslich fünftens: Matt Levine macht auf Bloomberg ein Gedankenexperiment: Was, wenn Hedge-Fonds (finanziert von Banken) die SRT, von den Banken gekauft, weiter tranchieren und verkaufen an ...andere Banken? Ich nehme an, Levine hat guten Grund für diesen Beitrag...

Und wem das nicht genügt: Anscheinend werden SRT von Hedge-Fonds im Repo-Markt bereits als Collateral benutzt. Ich wusste nicht, dass dies möglich ist, bis ich das in der «Financial Times» gelesen habe.

**Man stelle sich vor:** Es kommt zu einer kräftigen Rezession. Die Unternehmen leiden, die Korrelation in den Kreditpools steigt (wie in jeder Rezession), und zwar um ein Vielfaches, es kommt

zu Verlusten in den Pools, Private Credit übernimmt (bis zu einem in den Verträgen stipulierten Maximalbetrag) die Verluste in den Bankenportfolios. Aber diese Versicherungen reichen nicht aus, die Banken werden voll getroffen, mit künstlich hohen CET<sub>1</sub>-Quoten, die aber faktisch viel tiefer sind, weil die Grundannahmen der gewährten Kapitalanforderungen nicht mehr stimmen. Erste Private-Debt-Produkte fallen aus, und die Kredite der Banken an Private Debt werden notleidend. Die Geschosse kommen von allen Seiten, die Banken wären wieder der Ground Zero der Krise, trotz der allgemeinen Annahme, dass die Bankbilanzen – auch dank SRT – saniert und robust seien.

Unmöglich? Was ist schon unmöglich?

Nun, das exakt gleiche ist 2008 passiert. Die Parallelen sind zu offensichtlich: Dazumal wurden die eingegangenen Risiken, damals aus dem Hypothekengeschäft, verpackt, tranchiert und das First-Loss-Risiko wie heute mit SRT an den Markt verscherbelt. Die Senior-Tranchen wurden einbehalten, dann kam es zum Finanztsunami, der alles mit sich riss, auch die als grundsolid angesehenen, höher situierten Schuldentranchen.

Und wann hat jemals ein Verkäufer-Markt dafür gesorgt, dass die Qualität des Produkts besser geworden ist? Gemäss «Financial Times» besteht Anlass zur Annahme, dass die Qualität der Portfolios abnimmt.

*«At some point sloppiness always creeps into a hot market. Eventually, sloppiness morphs into outright «stupidity», schreibt FT Alphaville zum Thema SRT und Private Debt präzise.*

## Hat der Regulator den Circuit für eine nächste Bankenkrise geschaffen?

Fakt ist: Wir wissen es nicht. Das Problem dabei: Der Regulator weiss es auch nicht. Weder die EZB noch das Fed noch der IMF. Alle sind offiziell besorgt. Und es ist bezeichnend, dass Moody's dieser Tage das Rating von Commerzbank hochgestuft hat, weil die Bank mit SRT die Kapitalisierung und die Eigenkapitalrendite gepusht hat.

Was heute noch zusätzlich Sorgen macht, ist, dass der mögliche neue Herd einer Bankenkrise, das Schattenbanksystem, wesentlich weniger reguliert, sondern vielmehr unübersichtlich und undurchschaubar ist. Wie viele Überraschungen kommen auf uns zu?

Nun gibt es **einige Sachverhalte, die Grund zur Hoffnung geben**: SRT wächst zwar massiv, aber das Volumen ist noch nicht so gross, dass übermässig hohe Anteile der Banken-CET<sub>1</sub> durch SRT verfälscht worden sind. Andererseits ist die Eigenkapitaldecke bei den Banken so dünn, dass schon wenig zu viel sein könnte.

Bisher sind die Verluste bei SRT bescheiden. Aber wir stehen in der Beschleunigungsphase.

Dann sind Private-Debt-Vehikel mit wesentlich mehr Eigenkapital versehen als Banken, und die Ausleihungen von Banken an Private Debt sind hoch besichert. Aber auch hier: Genaueres weiss man nicht. Wie verhält sich diese Deckung in einem Fall massiv erhöhter Korrelation bei den Krediten? Hedge Funds und Private Debt verdienen mit SRT viel Geld, die

Verlockung, diese üppigen Renditen mit zusätzlichem Leverage noch weiter zu steigern, könnte zu gross sein. Der einzige Anbieter von Leverage sind Banken.

Dann waren die Bankenportfolios in der Vergangenheit äusserst robust. Aber auch bei den Hypotheken hielt man das, was schliesslich passierte, für unmöglich. SRT sind Tranchen-Produkte, extrem stabil in normalen und stürmischen Zeiten. Aber wenn aus dem Sturm ein Orkan wird? AIG hatte in der grossen Finanzkrise nur in CDO-Tranchen investiert, die «Super-Senior» waren, rechnerisch um Lichtjahre weg von einem Default. AIG musste vom Staat gerettet werden. Hinzu kommt, dass Private-Debt-Firmen möglicherweise nicht befähigt sind, die Bankenportfolios genügend genau analysieren und modellieren zu können, immerhin bleiben die Portfolios ja bei den Banken.

Optimisten sagen, dass SRT bis vor kurzem v.a. ein europäisches Phänomen waren, dass die Cowboys bei den US-Banken, die keine Krise auslassen, nicht beteiligt sind. Seit ein paar Jahren wächst SRT aber auch in den USA wie wild, und es sind vor allem Regionalbanken, die involviert sind. Das beruhigt mich in keiner Weise.

Dann stehen wir vor einer neuen Deregulierungswelle in den USA. SRT wird dort vielleicht einiges von seinem Glanz verlieren, weil die Banken sowieso machen können, was sie wollen. Aber beruhigt Sie das?

P.S. Vielleicht reichen drei Buchstaben für das Phänomen SRT nicht. Realistischer handelt es sich um «*Synthetic Risk Management for the Purposes of Regulatory Relief and sometimes*

*Arbitrage, the True Value of which must be Determined by Premiums Paid, with Real Risk Transfer Only Guaranteed if it Doesn't Come Back to the Banks in Some Way», also SRMPRRSATVMBDPPRRTOGDCBSW, wie die Spötter der «Financial Times» meinen.*

## Jürg Lutz



Jürg Lutz ist Anleihenspezialist beim Schweizer Vermögensverwalter PK Assets, der auf die Anlage von Pensionskassengeldern spezialisiert ist. Er bezeichnet sich selbst als alten Hasen im Bondmarkt, was angesichts seiner mehr als dreissigjährigen Erfahrung in der Verwaltung von Anleihenportfolios nicht ganz abwegig ist. Vor geraumer Zeit hat er – gemäss eigenen Worten – nach einem dreijährigen Martyrium den CFA-Charterholder erworben. Der Bündner ist verheiratet und Vater von zwei Kindern. Er ist beseelt von der Vorstellung, bis zu seinem Ableben die Via Spluga, die entlang des alten Säumerpfades von Thusis ins italienische Chiavenna führt, mindestens hundert Mal zu wandern. Viel fehlt ihm bis zu diesem Ziel nicht mehr.

---

**MEINUNG****Korrelation des Monats: Die Lehren aus dem Fall LTCM – und wo der nächste Unfall drohen könnte**

Das im April beobachtete Beben am Markt für US-Treasuries erinnert an den Beinahekollaps des Hedge-Fonds LTCM im Sommer 1998. Grund genug, die Parallelen zu damals in einer mehrteiligen Artikelserie zu beleuchten. Im dritten und letzten Teil geht es um die Lehren aus dem Fall LTCM.

Jürg Lutz 01.07.2025

**MEINUNG****Das womöglich beste Investment für 2026**

Dank hoher Realrenditen und Teuerungsausgleich dürften inflationsgeschützte US-Staatsanleihen zu den besten Anlagen im Falle einer Stagflation zählen. Für Dollaranleger sind sie ein Kauf.

Jürg Lutz 03.06.2025





MEINUNG

## Korrelation des Monats: Die Gefahren des perfekten Gleichschritts

Das kürzliche Beben am Markt für US-Treasuries erinnert an den Beinahekollaps des Hedge-Fonds LTCM im Sommer 1998. Grund genug, die Parallelen zu damals in einer mehrteiligen Artikelserie zu beleuchten. Im zweiten Teil geht es um den Abstieg von LTCM und die Frage, wie es so weit kommen konnte.

Jürg Lutz 20.05.2025



MEINUNG

## Korrelation des Monats: Wenn die Finanzmärkte im perfekten Gleichschritt sind

Das kürzliche Beben am Markt für US-Treasuries erinnert an den Beinahekollaps des Hedge-Fonds LTCM im Sommer 1998. Grund genug, die Parallelen zu damals in einer zweiteiligen Artikelserie zu beleuchten. Im ersten Teil geht es um den Aufstieg von LTCM und dessen Protagonisten.

Jürg Lutz 05.05.2025



Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.