

Credit Insight: 2. August 2021 / VEG & DAM

Warum wir so unenthusiastisch sind ...

... und warum Sie es auch sein sollten, wenn es um deutsche Banken geht.

Im Frühjahr bat uns ein Kunde um eine indikative Einschätzung eines grösseren deutschen Mittelständlers, der über eine lange Unternehmensgeschichte und attraktive Produkte mit guten Perspektiven verfügt. Anlass war die Einladung seitens BNP Paribas, DZ Bank und Helaba, neue Schuldscheindarlehen für diesen im Schuldscheinmarkt bereits gut etablierten Darlehensnehmer zu arrangieren. Nach Verwendungszweck, Rang oder der Staffelung nach Laufzeiten und Währungen war das Angebot unproblematisch. Kritisieren konnte man allenfalls, dass das geplante Volumen mit Blick auf die Gesamthöhe der Verbindlichkeiten des Konzerns erheblich ist – ein Risiko allerdings, das die geplante Staffelung deutlich reduziert.

Auch die Bonität war grundsätzlich keine Überraschung. Unsere Corporate-Kollegen und das Ratingkomitee stufte die Bonität des nicht nachrangigen, unbesicherten Schuldscheindarlehens indikativ im Grenzbereich von Double-B und Single-B ein, vorbehaltlich einer vollständigen Analyse. Diese Einstufung des Unternehmens ist zwar tief, aber aus Sicht von Bankanalysten sicher keine Schande. Erfahrungsgemäss liegt die durchschnittliche Bonität der Kreditbestände deutscher Banken an kleine, mittlere und grössere Unternehmen etwa auf Double-B Niveau, gelegentlich auch auf einem tiefen Triple-B.

Alles in allem also kein untypischer Unternehmensschuldner. Eigentlich sollte man erwarten, dass zumindest DZ Bank und Helaba, aber auch andere Banken, die als Arrangeure im Schuldscheinmarkt agieren, sich diese Gelegenheit zur (gemeinsamen) Kreditvergabe nicht entgehen lassen. Dass sie stattdessen lieber als Arrangeur auftreten, muss also betriebswirtschaftliche oder regulatorische Gründe haben.

Da ist zum einen das erforderliche regulatorische Eigenkapital. Die Basel-4-Regeln, die in Kraft treten werden, sehen für interne Kreditrisikomodelle eine Untergrenze zur Ermittlung der Risikoaktiva (RWA) vor, die sich am Standardansatz orientiert. Damit steigen ceteris paribus die Risikoaktiva, während die Kapitalquoten entsprechend sinken. Ungeachtet der derzeit geltenden temporären Zugeständnisse der Bankenaufsicht steigen zum anderen aufgrund höherer bankspezifischer Anforderungen die mindestens einzuhaltenden Kapitalquoten. Als Kreditgeber müssten die Banken für unseren Schuldscheindarlehensnehmer hartes Kernkapital von etwa EUR 13.5 Mio. aufbringen. Über die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten, die dafür anzusetzen sind, lässt sich trefflich streiten. Aus Sicht von Aktienanalysten erscheint eine Grössenordnung von etwa 10% realistisch. Rechnet man stattdessen beispielsweise mit 6%, müssten die kreditgebenden Banken hier also jährlich zwischen EUR 0.8 Mio. und EUR 1.4 Mio. nach Steuern verdienen, um wirtschaftlich Gewinn zu machen. Nach Refinanzierungs- und kalkulatorischen Eigenkapitalkosten, nach Verwaltungsaufwand, Risikokosten und Steuern entspräche dies 0.41% bis 0.68% des geplanten Darlehensbetrages.

Liegt die Latte nur hoch genug, kommt jeder drunter her. So auch die deutschen Banken, die wie Banken andernorts nicht müde werden, ihre Risikodisziplin zu preisen und zu betonen, dass sie strikt auf risikoadäquate Preise für ihre Kreditrisiken bestehen. Nehmen wir bei unserem Schuldschein die fünfjährige EUR-Tranche, für die eine Verzinsung zu Mid-Swap zuzüglich eines Spread von 0.9 - 1.1 Prozent vorgesehen war. Dies entsprach grob 0.5% p.a., aber natürlich vor Verwaltungsaufwand, Risikokosten und Steuern. Eine wirtschaftlich befriedigende Kreditvergabe erscheint unter diesen Umständen ambitioniert. Berücksichtigt man Verwaltungskosten sowie längerfristig plausible Risikokosten (mit 25 Basispunkten p.a.), ergab sich eine Rendite von ca. 0.3% auf den Darlehensbetrag bzw. von ca. 4.3% auf das benötigte harte Kernkapital – zu wenig, um auch nur der am wenigsten harschen Anforderung an die Eigenkapitalverzinsung gerecht zu werden, zu wenig, um dauerhaft Wachstums- und Ausschüttungsambitionen untermauern zu können, zu wenig, um eine positivere Marktbewertung zu rechtfertigen.

Wie schrieb unser Kollege: «Die Kompensation von 90-110 Bp (EUR 5 Jahre) erachten wir angesichts des Kreditprofils und der Illiquiditätsrisiken als nicht adäquat.» Nach I-CV Berechnungen lag der faire Spread für solch einen High-Yield-Schuldner in Euro in etwa dreimal so hoch. Bei solch einem Spread wäre aber die Kreditvergabe für die Banken wirtschaftlich attraktiv und ihre Bereitschaft wohl gering, solch ein Engagement im Markt an institutionelle Investoren weiterzureichen.

Sähe das Bild besser aus, falls sich zeigen sollte, dass unsere Kollegen just an jenem Tag an schwerer Mieselsucht litten und unser Schuldscheindarlehensnehmer eigentlich eine Bonitätsperle mit einer grundsoliden Triple-B Qualität ist? Aus Sicht institutioneller Investoren wäre der Spread dann halbwegs fair. Aus Sicht der Banken aber bleibt das Problem: aus Bonitäts- oder Margengründen wollen sie hier offensichtlich nicht als Kreditgeber auftreten. Trifft unsere I-CV Bonitätseinstufung zu, handelt es sich um einen bonitätsschwachen Schuldner und eine wirtschaftlich unattraktive, unzureichende Marge – für die Banken wie für institutionelle Investoren. Handelt es sich gleichwohl um eine Bonitätsperle, erlaubt die Marge ihnen kein wirtschaftlich vernünftiges Ergebnis.

Als Bankanalyst ist man hin und her gerissen. Jedes bonitäts- und margenschwache Geschäft, das aus den Bilanzen der Banken verschwindet, ist eine Erleichterung. Was aber für Sparkassen und Genossenschaftsbanken in sektoraler Verbundenheit noch akzeptabel sein mag, ist für die meisten institutionellen Investoren kein Gewinn. Es bleibt dabei: um gute Geschäfte zu machen, reicht es häufig schon, die schlechten Geschäfte anderen zu überlassen. Manche im deutschen Markt expandierende österreichische Regionalbank findet aber selbst diese Margen noch attraktiv. Was glauben Sie, wie unenthusiastisch wir da sind?

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tötigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichungen dieses Dokuments ist nicht gestattet.