

## **Bankpleiten in den USA und die nächsten Dominosteine, die fallen: Die Finanzmärkte zeigen nicht in die richtige Richtung**

*Von Jérémie Boudinet, Head of Investment Grade Credit, La Française AM*

### **1/ Was ist passiert?**

#### **a) Schattenbankwesen und Einlagenkonzentration**

Das US-Bankensystem besteht aus mehr als 4.000 Kreditinstituten, von denen die überwiegende Mehrheit weniger als 10 Mrd. US-Dollar an Assets hält. Die aufsichtsrechtliche Überwachung unterscheidet sich offensichtlich zwischen JPMorgan Chase (mit einer Bilanzsumme von mehr als 3.600 Mrd. US-Dollar per Ende 2022) und einer kleinen Regionalbank. Für kleinere Banken gelten geringere Eigenkapitalanforderungen, und sie unterliegen keinen Liquiditätsbeschränkungen. Dennoch geht es hier nicht um ein Versagen der Regulierungsbehörden.

Es handelt sich hierbei um ein schnelles Wachstum und eine Konzentration von Einlagen, die für drei Banken schlecht endet:

- **Silergate Bank (SI):** Die Vermögenswerte stiegen zwischen 2019 und 2021 von 2 Mrd. auf 16 Mrd. US-Dollar und gingen dann bis Ende 2022 auf 11 Mrd. US-Dollar zurück. Die auf Kryptowährungen spezialisierte Bank gab am 9. März bekannt, dass sie ihren Betrieb einstellt und die Bank, die sich seit dem Zusammenbruch der Kryptobörse FTX in finanziellen Schwierigkeiten befindet, liquidiert. Nach einem Run auf die Bank im vierten Quartal benötigte Silergate von der Federal Home Loan Bank of San Francisco eine Finanzspritze in Höhe von 4,3 Mrd. US-Dollar, die am Ende des Quartals fast die gesamte Bilanzsumme ausmachte.
- **Signature Bank (SBNY):** Die Vermögenswerte stiegen zwischen 2019 und 2021 von 50 Mrd. auf 118 Mrd. US-Dollar und waren damit viel umfangreicher als die inzwischen gescheiterte Silergate Bank. Im Zuge des Untergangs der SVB und der SI wurde die Signature Bank am Sonntag von ihrer Zulassungsbehörde geschlossen. Alle Einleger dieses Instituts werden entschädigt. Wie bei der Auflösung der Silicon Valley Bank werden keine Verluste vom Steuerzahler getragen.
- **Silicon Valley Bank (SIVB):** Die Vermögenswerte stiegen zwischen 2019 und 2021 von 71 Mrd. auf 211 Mrd. US-Dollar und blieben bis Ende 2022 stabil. Wie der Name schon andeutet, vergab die SVB Kredite an Unternehmen, die hauptsächlich im Silicon Valley ansässig waren, wobei der Schwerpunkt auf Technologieunternehmen lag und Dienstleistungen für Risikokapital- und Private-Equity-Firmen angeboten wurden. Die Bank entwickelte sich rasch zur 18. größten Bankholdinggesellschaft in den USA. Zwischen 2019 und 2021 verzeichnete die SVB beträchtliche Einlagenzuflüsse von Risikokapitalfirmen, die sie auf der Vermögensseite abdecken musste. Deshalb versuchte das Management, durch den Kauf von Anleihen mit langer Laufzeit (Treasuries, MBS...) Rendite zu erzielen. Als die Venture-Capital-Gesellschaften Barmittel aus dem Betriebskapital abzogen, begann die Bank Einlagen zu verlieren. Dies zwang das Management, einige ihrer langfristigen Assets zu verkaufen. Offenbar

waren diese Vermögenswerte nicht richtig abgesichert, aber bisher liegen uns keine ausreichenden Informationen vor.

Nach dem Vorschlag eines Aktienverkaufs zur Stützung der Bilanz der SVB Financial, die durch abfließende Einlagen und einen Verlust von 1,8 Mrd. US-Dollar aus dem Verkauf von Wertpapieren belastet war, stürzte die Aktie am 9. März 2023 um mehr als 62 % ab. Laut einem am 10. März veröffentlichten Bericht der Aufsichtsbehörden versuchten Anleger und Kontoinhaber am Vortag 42 Mrd. US-Dollar aus der SVB abzuziehen...Ein klassischer „Bankenansturm“. Die kalifornische Aufsichtsbehörde stellte fest, dass die Bank, obwohl sie sich vor dem 9. März in einer soliden finanziellen Lage befand, durch den Ansturm „nicht mehr in der Lage war, ihre Verpflichtungen bei Fälligkeit zu erfüllen“ und nun insolvent war. Die Bank wurde daraufhin von der California Department of Financial Protection & Innovation geschlossen und unter Zwangsverwaltung der FDIC gestellt. Es handelt sich um die größte Pleite einer US-Bank seit der Finanzkrise.

Am 12. März gaben das US-Finanzministerium, die Fed und die FDIC in einer gemeinsamen Erklärung bekannt, dass „keine Verluste im Zusammenhang mit der Abwicklung der Silicon Valley Bank vom Steuerzahler getragen werden“. Mit anderen Worten: Alle Einlagen (auch die von der FDIC nicht versicherten über 250 000 US-Dollar) werden garantiert. Etwaige Verluste, die dem Einlagenversicherungsfonds zur Unterstützung nicht versicherter Einlagen entstehen, werden durch eine Sonderumlage auf die Banken gedeckt. Nachrangige Schuldner und Anteilseigner werden höchstwahrscheinlich leer ausgehen, während vorrangige unbesicherte Gläubiger möglicherweise einen Teil ihrer Anteile zurückerhalten (Anleihen wurden am 10. März zu einem Kurs von ca. 40 Cent pro US-Dollar gehandelt, was jedoch kein verlässlicher Hinweis auf ihre endgültige Erstattung ist).

Um die Folgen dieser Bankenzusammenbrüche zu begrenzen, hat die Fed angekündigt, ein neues Kreditprogramm für Banken zu schaffen: das Bank Term Funding Program (BTFP). Im Rahmen dieser Fazilität können Banken bis zu einem Jahr lang Vorschüsse von der Fed in Anspruch nehmen, indem sie Staatsanleihen, MBS und andere Schuldtitel als Sicherheiten verpfänden. Durch die Verpfändung ihrer Anleihen können die Banken Kundenentnahmen bedienen, ohne ihre Anleihen mit Verlust verkaufen zu müssen, wie es die SVB getan hat. Die Banken können Mittel in Höhe des Nennwerts der verpfändeten Sicherheiten aufnehmen, was bedeutet, dass die Fed die potenziellen nicht realisierten Verluste aus den Anleihen nicht berücksichtigen wird.

Dieser Mechanismus und die Garantie, dass alle Einleger entschädigt werden, sind sehr wichtige Schritte zur Gewährleistung der Sicherheit des US-Bankensystems.

## **b) Wie kann eine Bank so schnell sterben?**

**Es handelt sich um den klassischen Fall eines „Bankenansturms“**. Die SVB hatte am 8. März lediglich bekannt gegeben, dass sie frisches Kapital aufnehmen wollte, um ihren Nettoverlust zu decken (der aus bilanzieller Sicht bei weitem nicht so hoch war). Allerdings geschah dies kurz nach dem Zusammenbruch von Silvergate, was bei den VC-Unternehmen weitere Panik auslöste. Laut CNBC wiesen mehrere namhafte Fonds ihre Start-ups in den letzten Tagen an, ihre Gelder aus der SVB abzuziehen, weil sie einen Ansturm auf die Bank

befürchteten. Die starke Vernetzung der Tech-Investorengemeinschaft und der Echoraum der sozialen Medien sind die Hauptursachen für den schnellen Zusammenbruch der Bank.

Das kennen wir schon, und zwar nicht nur von der Weltfinanzkrise von 2007-2008. In Europa kollabierte die Banco Popular Español im Juni 2017 aufgrund eines angeblich von lokalen Behörden ausgelösten Bankensturms, die Gemeinden und Kommunen rieten, Gelder aus der Bank abzuziehen, da deren finanzielle Solidität in Frage gestellt wurde.

Kein noch so großes Kapital und keine noch so liquiden Wertpapiere schützen vor einem „Bankenansturm“. Dies wird immer die Achillesferse des Bankensektors sein, der letztlich auf das Vertrauen seiner Kunden angewiesen ist. Banken sind von Natur aus eine fremdfinanzierte Branche, in der kurzfristige Einlagen langfristige Kredite finanzieren. Die Auflagen seit der Finanzkrise haben die Banken dazu gezwungen, weitaus mehr Kapital zu halten als zuvor und den Verschuldungsgrad weitgehend zu senken. Gleichzeitig wurden sie verpflichtet, große Mengen an sogenannten „High Quality Liquid Assets“ zu halten, um die neugeschaffenen Liquiditätsanforderungen zu erfüllen. Diese regulatorische Aufsicht richtet sich jedoch hauptsächlich an globale und systemrelevante Banken und nicht an regionale Akteure.

### **c) Frühwarnsystem?**

Warum wurden gerade diese beiden Banken in der gleichen Woche zahlungsunfähig? Panik ist zwar eine sich selbst erfüllende Prophezeiung, die zum schlimmsten Ergebnis führt, aber Silvergate, Signature Bank und SVB hatten ein gemeinsames Problem: ihnen fehlte die Diversifizierung der Einlagen.

Einfach ausgedrückt: Wenn eine Bank nur eine Gruppe von Menschen bedient und diese Menschen anfangen, selbst unter Geldabflüssen zu leiden, wird die Bank zum Opfer der Menschen, die sie finanziert. Silvergate war die Bank der Kryptoindustrie und die SVB war die Bank der Venture-Capital-Gesellschaften, die 2022 auf den Prüfstand und unter Druck gerieten. Da die US-Zinsen auf einem höheren Niveau verharren, ist es unnötig zu sagen, dass die Finanzierung dieser Branchen in den letzten 15 Monaten schwieriger geworden ist.

Ist das die einzige Lehre, die man daraus ziehen kann? Wir beobachten eine starke Fokussierung auf die natürliche Diskrepanz im Aktiv-Passiv-Management („Asset-Liability-Management“, ALM), der eine Bank ausgesetzt ist, wenn sie Anleihen mit langer Laufzeit zur Deckung kurzfristiger Einlagen kauft. In der Regel tauscht eine Bank ihre festverzinslichen Vermögenswerte gegen eine variable Basis aus, um eine solche ALM-Kongruenz zu vermeiden, da die Einlagen meist variabel verzinst werden. Darüber hinaus kann eine Bank beschließen, ihre Wertpapiere bis zur Fälligkeit zu halten. Dies hat den Vorteil, dass es sich nicht auf die Gewinn- und Verlustrechnung auswirkt, solange sie die Wertpapiere nicht verkaufen muss. Die meisten der von der SVB während ihrer Expansionsphase gekauften Anleihen wiesen hohe unrealisierte Verluste auf. Allerdings sollte dies nicht zum Problem werden, es sei denn, die Bank ist gezwungen, sie zu verkaufen, um die abfließenden Einlagen zu decken, UND wenn sie nicht von der Zinsabsicherung profitieren. Eine inverse US-Renditekurve wirkt sich negativ auf die Nettozinsmargen der Banken aus, da die Banken Einlagen vergüten müssen, während sie auf der Aktivseite etwas weniger verdienen. Unserer

Meinung nach ist dies jedoch im Moment nicht so besorgniserregend, da die Profitabilität der US-Banken weiterhin auf hohem Niveau liegt.

Es ist zwar immer interessant, über die Rechnungslegung und Profitabilitätskennzahlen von Banken zu diskutieren, doch sollte dies hier nicht das Thema sein. Entscheidend ist, dass Banken, denen es an einer Diversifizierung der Einlagen fehlt und die Kredite für volatile/riskante Geschäftsbereiche vergeben, immer anfälliger für „Bankenanstürms“ sind. Dies gilt insbesondere dann, wenn sie weder über ein angemessenes Risikomanagement für ihr Exposure noch über ein hohes Maß an regulatorischer Aufsicht verfügen.

## **2/ Ansteckung? Es ist keine Bankenkrise. Es ist eine Krise der Schattenbanken.**

### **a) US-Banken: Die Ansteckung der Aktienkurse hat keinen fundamentalen Grund**

Laut einer aktuellen Studie des unabhängigen Researchanbieters CreditSights stellt die SVB einen Sonderfall unter den US-Regionalbanken dar. Ihr Kreditportfolio ist zu 79 % auf den Technologie- und VC-Fonds-Sektor ausgerichtet. Vergleichbare Banken wie PNC, CFG, RF, FITB, TFC, CMA, USB und KEY haben ein Exposure zwischen 1 % und 4 %. Wir sehen keinen fundamentalen Grund für die Ansteckung der Aktienkurse in dieser Woche, da diese Banken weder unter besorgniserregenden Einlagenabflüssen zu leiden scheinen, noch Anzeichen für eine Beeinträchtigung der Asset-Qualität zeigen.

Darüber hinaus unterliegen große Banken in den USA im Gegensatz zu kleineren Banken wie der SVB zwei Liquiditätskennzahlen, die im Rahmen von Basel III entwickelt wurden: der Liquidity Coverage Ratio und der Net Stable Funding Ratio. Außerdem profitiert die US-Wirtschaft weiterhin von einem positiven makroökonomischen Umfeld, das die Bilanz- und GuV-Kennzahlen in den kommenden Quartalen stützen sollte.

Offenbar hatte die SVB auch keine adäquate Absicherungsstrategie für ihre langlaufenden Anleihen, was die Bank vor einem erheblichen Verlust bei der Auflösung ihrer Positionen hätte bewahren sollen. Obwohl dies für uns durchaus überraschend und merkwürdig ist, muss betont werden, dass alle großen US-Banken derartige Richtlinien haben. Laut Autonomous Research beliefen sich die unrealisierten Verluste aus den bis zur Fälligkeit gehaltenen Wertpapieren auf fast 80 % des materiellen Buchwerts der SVB. Andere US-Banken sind diesem Risiko weit weniger ausgesetzt (laut dem unabhängigen Forschungsunternehmen zwischen 5 % und 50 % des materiellen Buchwerts).

### **b) Banken außerhalb der USA: Die Credit Suisse im Auge des Sturms**

Das größte Risiko besteht für die Credit Suisse (CS), die schon seit einiger Zeit unter ihren eigenen Problemen leidet. Ihr Aktienkurs befindet sich auf einem historischen Tiefstand und hat seit Anfang 2022 rund 70 % an Wert verloren.

Nach einem miserablen Ergebnis für das vierte Quartal und einem Nettoverlust von 7,3 Mrd. CHF für das Gesamtjahr 2022 versucht die Credit Suisse das Vertrauen ihrer Kunden

zurückzugewinnen. Die Bank kämpft um eine Stabilisierung der Einlagen- und AuM-Abflüsse, die im vierten Quartal sehr hoch waren (CHF 93 Mrd. im Wealth Management, CHF 8 Mrd. in der Swiss Bank und CHF 12 Mrd. im Asset Management). Darüber hinaus musste die CS in allen Geschäftsbereichen Verluste hinnehmen. Laut Bloomberg hat die CS kürzlich den Zinssatz für neue Einlagen über 5 Millionen Dollar in Asien erhöht, um die Abflüsse zu stabilisieren und bestehende Kunden zu halten. Es gibt Untersuchungen der FINMA bezüglich des CS-Präsidenten, um herauszufinden, „ob und inwieweit Präsident Lehmann und andere Vertreter der Credit Suisse wussten, dass die Kunden weiterhin Gelder abzogen, als er in Medieninterviews sagte, die Abflüsse seien gestoppt“.

Die Credit Suisse leidet unter Einlagenabflüssen. Ihr Kundenstamm besteht zum Großteil aus anspruchsvollen Privatkunden und Unternehmen, die als weniger anfällig gelten als Privatkunden. Die kommenden Monate werden für die Credit Suisse entscheidend sein, da sie unbedingt ihre Einlagenbasis stabilisieren muss, selbst wenn dies auf Kosten ihrer bereits stark angeschlagenen Rentabilität geht.

Wir rechnen mit einer mehr oder weniger starken Aufspaltung der Credit Suisse: Das Investment Banking könnte ganz oder teilweise verkauft werden, während das Schweizer Retail-Geschäft und ein Teil des Vermögensverwaltungsgeschäfts in Übersee verbleiben. Entscheidend wird aber sein, ob es der Credit Suisse gelingt, kurz- bis mittelfristig den Einlagenabfluss zu stoppen.

Die Schweizer Eigenkapitalvorschriften für UBS und Credit Suisse werden als „Too big to fail“-Regelung bezeichnet. Dies bedeutet, dass die FINMA im Falle eines Konkurses der Credit Suisse aufgrund anhaltender Einlagenabflüsse sofort bereit wäre, zum Schutz der Einleger einzugreifen. Der Rest der Bank würde auf Kosten der Aktionäre und der nachrangigen Obligationäre zerschlagen. Ein ähnlicher Fall wurde kürzlich bei der Banco Popular in Spanien beobachtet, die zum Schutz der Einleger und vorrangigen Obligationäre für 1 € an Santander verkauft wurde.

Vor diesem Hintergrund raten wir von Investitionen in die Credit Suisse ab. Zwar ist ein solches Ereignis ein weit entferntes Tail-Risiko, doch die derzeitige Angst vor einer Ansteckung und der Druck der Märkte haben erhebliche negative Auswirkungen auf die Schweizer Bank.

Wie steht es um andere Banken außerhalb der USA? Während Anleihen von „Higher Beta“-Banken wie der Deutschen Bank dazu neigen, bei solche Nachrichten bis zu einem gewissen Grad zu überreagieren, sehen wir hier keinen fundamentalen Grund zur Sorge. Die Fundamentaldaten der europäischen Banken sind mit stabilen Einlagenquoten, einem niedrigen Anteil notleidender Kredite und hohen Kapitalpuffern so positiv wie nie zuvor. Wir gehen auch davon aus, dass in einem sehr negativen Szenario die Inhaber von vorrangigen und nachrangigen Anleihen durch ein mögliches Ausschüttungsverbot von Dividenden und andere Schutzmaßnahmen (unbegrenzter Zugang zu Zentralbankliquidität usw.) abgesichert wären, wie es 2020 während der Corona-Pandemie der Fall war.

Die nicht realisierten Verluste aus Wertpapierbeständen, die bis zur Fälligkeit gehalten werden, sind bei europäischen Banken wesentlich geringer als bei US-Banken. Sie liegen in der Regel zwischen 0 % und 20 % des materiellen Buchwerts. Auch hier gilt: Es besteht kein

Grund zur Sorge. Die Banken decken diese Positionen ab, die erst bei massiven Einlagenabflüssen aufgelöst werden müssten.

### **c) Das wahre Ansteckungsrisiko: das Schattenbankwesen**

Wir weisen seit Jahren darauf hin, dass Basel III und die darauffolgenden Bankenvorschriften die Banken zwingen, ihren Fremdkapitalanteil zu reduzieren und ihnen risikoreichere Geschäftsbereiche wie Private Equity, private Kreditvergabe, den Besitz von Unternehmensanteilen usw. verbieten. Diese Aktivitäten wurden in das sogenannte „Schattenbankwesen“ verlagert, das mit Unternehmen arbeitet, die nicht oder nur unzureichend reguliert sind.

Jahrelang niedrige Zinsen, eine unkonventionelle Geldpolitik und fiskalische Anreize haben das Schattenbankwesen zu einem Moloch mit vielen Bereichen werden lassen, die schwer, wenn nicht gar unmöglich zu überwachen sind. Die Zukunft dieses Sektors hängt von den makroökonomischen und inflationären Aussichten für die kommenden Quartale ab. Und es ist derzeit unmöglich zu sagen, welcher Dominostein als nächstes fallen könnte.

Unserer Meinung nach sollten die Finanzmärkte und die Aufsichtsbehörden diesen Akteuren mehr Aufmerksamkeit schenken als den US-amerikanischen und europäischen Banken, die bereits ausreichend kapitalisiert und reguliert sind. Der Untergang von Silvergate und SVB könnte sich als Frühwarnsystem für diese Branche erweisen, ebenso wie die „Soft Gates“, die Blackstone beispielsweise für seinen privaten Immobilienfonds eingeführt hat.

Natürlich werden größere Ausfälle im Schattenbankensektor Auswirkungen auf Banken weltweit haben, aber die Kreditinstitute sind dank des regulatorischen Rückenwinds, von dem sie profitieren, stabil genug, um solche Folgen zu überstehen. Die Folgen einer hypothetischen ausgewachsenen Krise im Schattenbankensektor – auch wenn dies nicht unserem Basisszenario – würden sich auf alle zyklischen Sektoren der Wirtschaft auswirken, darunter auch auf die Banken, die aufgrund ihrer Überregulierung allerdings weitgehend geschützt sein dürften.

**Fazit:** Die Insolvenzen von SVB, Signature und Silvergate stellen weder für die USA noch für das globale Bankensystem eine Gefahr dar. Sie zeigen jedoch deutlich die mangelnde aufsichtsrechtliche Kontrolle des Schattenbankensektors und die Risiken für Banken, die sich auf eine schwache Einlagenbasis stützen. Die aktuellen Inflations- und Zinsaussichten stellen eine klare Bedrohung für den Schattenbankensektor dar, der auf Kosten des Bankensektors rasch gewachsen ist. Der Bankensektor kann sich zwar den makro- und mikroökonomischen Missgeschicken des Schattenbankwesens nicht entziehen, doch ist er nicht für die in den letzten Jahren aufgetretenen Auswüchse verantwortlich. Dank (i) einer soliden Bilanz, (ii) hoher Liquidität und (iii) potenzieller Nachsicht der Regulierungsbehörden, wie während der Pandemie, dürfte der Bankensektor nicht so stark unter diesen Ausfällen leiden.



# LA FRANÇAISE

INVESTING TOGETHER

## La Française Pressekontakt

La Française Systematic Asset Management GmbH

Bianca Tomlinson

Neue Mainzer Straße 80

60311 Frankfurt

Tel. +49 (0)40 300929 174

[btomlinson@la-francaise.com](mailto:btomlinson@la-francaise.com)

[www.la-francaise-systematic-am.com](http://www.la-francaise-systematic-am.com)

Heidi Rauen +49 69 339978 13 | [hrauen@dolphinvest.eu](mailto:hrauen@dolphinvest.eu)

## Disclaimer

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen werden zu Informationszwecken bereitgestellt und stellen weder ein Angebot oder eine Aufforderung zur Tätigkeit einer Investition noch eine Anlageberatung oder eine Empfehlung für bestimmte Investitionen dar. Die Informationen, Meinungen und Zahlenangaben gelten zum Zeitpunkt ihrer Erstellung als begründet oder zutreffend. Sie richten sich nach dem aktuellen wirtschaftlichen, finanziellen und börsenbezogenen Kontext und spiegeln die aktuelle Einschätzung der La Française-Gruppe zu den Märkten und ihren Entwicklungen wider. Sie sind nicht vertraglich bindend, können Änderungen unterliegen und von den Meinungen anderer professioneller Vermögensverwalter abweichen. Es wird außerdem darauf hingewiesen, dass die Wertentwicklung in der Vergangenheit kein Hinweis auf die zukünftige Wertentwicklung ist und im Laufe der Zeit nicht konstant bleibt. Herausgegeben von La Française AM FINANCE Services mit Sitz in 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, Frankreich, die von der ACPR unter der Nummer 18673 als Investmentgesellschaft zugelassen wurde. La Française Asset Management ist eine Verwaltungsgesellschaft, die am 1. Juli 1997 von der AMF unter der Nr. GP97076 zugelassen wurde.