

SIGLO Timeout Nr. 92 – Konvergenzen im Kreditbereich

Inhalt

Eine gute, ansprechende Werbung oder kurze Präsentation, und schon ist der Kaufentscheid gefallen. Obwohl Inhalt, Risiken und Nebenwirkungen Bestandteil eines Kaufvertrages sind und im Kleingedruckten oder in der Packungsbeilage nachzulesen wären, machen sich nur wenige die Mühe, diese Informationen vor dem Kauf zu Rate zu ziehen. Hustensirup bleibt Hustensirup, und Investment Grade-Anleihen bleiben Investment Grade, zumindest was ihr Labeling betrifft. Aber wie sieht es mit ihrem Risikoprofil aus? Entschädigen die Prämien noch für die Risiken?

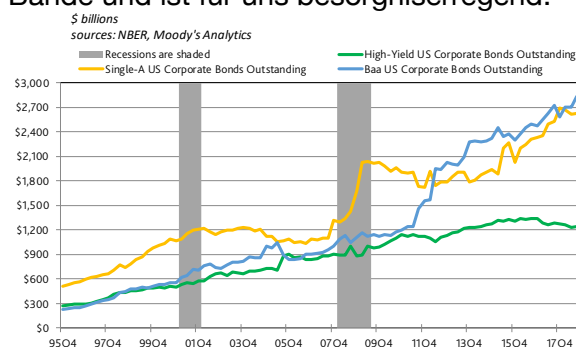
Künstliche Trennung

Wenn eine Firma Fremdkapital aufnimmt, werden die neuen Schulden üblicherweise von einer Ratingagentur überprüft und mit einem Qualitätssiegel / Risikoklassifizierung versehen. Hier fällt bereits die wichtige Entscheidung, welches "Label" diese Schulden erhalten: "Investment Grade" (IG) oder "Non-Investment Grade" (HY bzw. Junk Bond). Die Trennlinie zwischen den beiden Kategorien verläuft bei BBB-/BB+ (S&P) resp. Baa3/Ba1 (Moody's). Das bedeutet konkret, dass die Differenz von einem "Notch" (Rating-Stufe) darüber entscheidet, ob die Kreditwürdigkeit als gut oder spekulativ eingeschätzt wird.

Die Differenz von einem "Notch" im Rating kann darüber entscheiden, ob die Kreditwürdigkeit einer Anlage als gut oder spekulativ eingeschätzt wird.

Das Rating ist nicht kostenlos, sondern muss vom Schuldner bei einer Ratingagentur in Auftrag gegeben und bezahlt werden. Der Schuldner ist also versucht, das Gutachten dort einzuholen, wo er ein besseres Rating erwarten darf. Die Ratingagenturen ihrerseits kommen begrifflich zwar in die Nähe hoheitlicher Organisationen und nehmen auch eine gewisse Marktdisziplinierung vor. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass ihr Hauptinteresse in der Gewinnmaximierung liegt und sie daher an zusätzlichem Auftragsvolumen interessiert sind. So sind gewisse Interessenkonflikte nicht auszuschliessen. Zudem sind für Schuldner die Platzierbarkeit der Emission sowie die Risikoklassifizierung und die künftig zu zahlenden Zinskosten auf der emittierten Anleihe entscheidend.

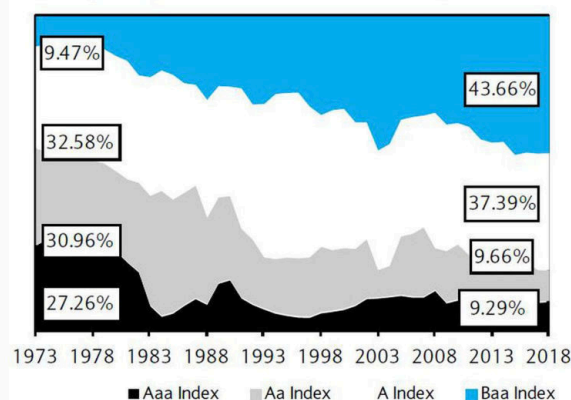
Wer nun denkt, die Ratingagenturen würden erneut einfach blind gute Ratings verkaufen, ohne sich über Konsequenzen Gedanken zu machen, irrt. Ein Blick auf Moody's Weekly Market Outlook vom November 2018 spricht Bände und ist für uns besorgniserregend.



Wachsendes Segment von BBB-Anleihen

Die Kategorie "IG" umfasst alle Anleihen im Barclays Universum mit einem Rating zwischen AAA und BBB. Während im Jahr 1973 die Kategorien AAA und AA zusammen noch knapp 60% des Corporate IG-Marktes ausmachten, sind es heute weniger als 20%. Im Gegenzug hat der Anteil von BBB über die gleiche Zeitperiode von unter 10% auf über 50% zugenommen wie der untenstehende (nicht ganz aktuelle) Chart eindrücklich zeigt.

Quality Analysis of Barclays Credit Index, 1973-2018



Source: Bloomberg Barclays Indices, Barclays Research

Auch im Vergleich zum BB-Segment ist das Wachstum enorm. Der BBB-Markt ist in den letzten vier Jahren um USD 729 Mrd. (+42%) auf USD 2.5 Bio. gewachsen, während der BB-Markt in der Zeit "nur" um USD 94 Mrd. (19%) auf USD 579 Mrd. angestiegen ist.

Über 50% des IG-Marktes haben ein Rating von BBB und liegen damit nur noch knapp über den "Junk Bonds".

Mit dem steigenden BBB-Anteil hat sich die durchschnittliche Kreditqualität eines IG-Portfolios verschlechtert und sich dem eines top-gerateten HY-Bonds angenähert. Wenn man die am Markt offerierte Risikoprämie (Spread) auf einem IG-Anleihen-Portfolio mit historischen Daten vergleicht, sollte man sich bewusst sein, dass sich die Kreditqualität der beiden Portfolios deutlich unterscheidet.

Mit der Verschiebung der Ratingstruktur fand auch eine Veränderung der Sektorallokation statt. In den letzten vier Jahren stiegen im Bereich "BBB-" (unterstes Ratingsegment von IG) die ausstehenden Anleihen in den Sektoren Energie (+141%) und Healthcare (+159%) stärker als der Gesamtmarkt, was sich entsprechend in der Indexzusammensetzung widerspiegelt. Auch diverse Banken wurden im Anschluss an die Finanzkrise und den sich verschlechternden Eigenkapitalquoten von den grossen Ratingagenturen neu und fast immer deutlich tiefer eingestuft.

Erhöhung des Financial Leverage

Nicht nur die Zunahme des BBB-Anteils am IG-Markt müsste Anleger zu mehr Vorsicht mahnen, sondern auch zunehmende Fremdfinanzierung. Der durchschnittliche Netto-Leverage einer BBB-gerateten Firma (ex Financials) lag im Jahr 2000 bei 1.7x. 2017 betrug dieser 2.9x. Es ist anzunehmen, dass die Ratingagenturen heute mehr Toleranz bei der Bewertung einer höheren Verschuldung walten lassen. Im Gegenzug bedeutet das für den Investor, dass er seinerseits kritischer bei der Investition in tief geratete IG-Anleihen sein sollte, insbesondere in Sektoren, bei denen Gewinne stark vom Wirtschaftszyklus abhängen. Ein simpler Vergleich historischer Risikoprämien reicht hier nicht mehr aus.

Im Jahr 2000 lag der durchschnittliche Netto-Leverage eines BBB-Schuldners bei 1.7x. Im Jahr 2017 betrug er 2.9x.

Die Gefahr von Downgrades

Zur Macht der Ratingagenturen meinte Thomas L. Friedman 2011 in einem Fernseh-interview: "There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful."

In Anbetracht des mehr als hälftigen Anteils von BBB-gerateten IG-Schuldern und der Zunahme bei der Netto-Verschuldung könnte eine Verschlechterung der Wirtschaftslage eine "Lawine" von Downgrades auslösen und damit eine Umklassifizierung von "guter" Kreditwürdigkeit auf "Junk Bonds". Denn nach wie vor orientieren sich zahlreiche institutionelle Investoren, analog zu den Benchmark-Indizes, die sie verfolgen, an den rein arbiträr gezogenen Grenzen zwischen IG und Non-IG, obwohl wie beschrieben nur ein Rating-Notch dazwischen liegt. In unseren Timeouts Nr. 9 und Nr. 41 haben wir diese Problematik bereits vor Jahren beschrieben.

Schlechtere Dokumentationen bei SSL

Senior Secured Loans (SSL) werden oft als "bessere" Non-IG-Anlagen angepriesen. HY-artige Prämien, aber attraktive Zusatzeigenschaften wie Seniorität in der Kapitalstruktur, Floating Rate Natur und Besicherung reduzieren ihre Risiken. Dafür stellen sie kein börsenkotiertes Wertpapier dar. Der Entscheid des BSV, die SSL im Rahmen der BVV 2 Vorgaben nicht als traditionell zu betrachten, sondern in die "Alternativen" zu verbannen, hat zu einer künstlichen Abgrenzung dieser Kreditinstrumente von HY-Anleihen geführt.

Der Nachfrageüberhang, zurückzuführen auf die Suche der Investoren nach zusätzlichem Ertrag, führte in den letzten Jahren dazu, dass es bei Kredit-Vertragsverhandlungen ("Documentation") zu einer Verschiebung der Kräfteverhältnisse von den Investoren hin zu

den Kreditnehmern gekommen ist. Viele der früher standardmässig vereinbarten Zusatzverpflichtungen in Loans wie bspw. Verzicht auf Dividendenzahlungen oder Aufnahme von zusätzlichem Fremdkapital wurden wegverhandelt und haben die Sicherheiten für den Kreditgeber teilweise stark aufgeweicht. Dieses Phänomen ist unter dem Begriff "Cov-lite" bekannt und betrifft mittlerweile über 80% der ausstehenden SSLs. Wir sehen hier eine Konvergenz Richtung HY-Bonds. Hinzu kommen kreative Anpassungen in EBITDA-Berechnungen (man nennt sie Adjustments), welche buchhalterisch fragwürdig wirken.

Rein oder gemischt?

Es lässt sich überdies beobachten, dass viele Portfoliomanager gerne auf der "anderen Seite des Zaunes fressen". IG-Manager sind versucht, ihre Performance mit einer HY-Allokation (höherer Carry) aufzubessern. SSL-Manager nutzen opportunistisch HY-Anleihen, und HY-Manager ihrerseits fischen im SSL-Teich, um Zinsrisiken zu reduzieren.

Ausgewiesene Fondsrenditen sind also stets auch im Zusammenhang mit den verfügbaren Freiheitsgraden und den eingegangenen Risiken zu beurteilen. Dafür benötigt man Kenntnisse der im Fondsprospekt festgelegten Anlagerichtlinien und insbesondere einen Lookthrough auf Einzelpositionsebene. Die aktuelle Allokation und auch Veränderungen sind im Idealfall periodisch mit dem Manager zu besprechen und zu dokumentieren. Kriegt man wirklich die Renditen und die Risikoprämien, die man eigentlich haben wollte?

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

Für Risiken und Nebenwirkungen lesen Sie das Factsheet oder fragen den Advisor

Die bisher beschriebenen Entwicklungen wie Ratingmigration, Änderung der Sektorallokation, Verschlechterung der Dokumentation und Erhöhung des Leverages für gleiches Rating führen zur Konvergenz der in unseren Augen künstlich und vor allem regulatorisch getrennten Kreditmärkte. Instrumente lassen sich heute nicht mehr klar zuordnen und alte Daumenregeln reichen nicht mehr aus, um Risiken im Griff zu haben. Hinzu kommen neue Typen von Instrumenten wie Senior Secured Bonds oder Hybrid Bonds, welche verschiedene Merkmale mischen und ökonomische Analysen komplexer werden lassen.

Nur das Label des Produktes anzuschauen und es dann in das dafür vorgesehene Kästchen innerhalb der Anlagestrategie zu stecken, wirkt für uns gefährlich. Es bedarf stattdessen detaillierter Angaben zu Fondsinhalten und spezifischen Freiheitsgraden des Managers bei der Vermögensverwaltung. Nur so können relevante, inhärente Risiken frühzeitig erkannt und adressiert werden.

Wir betonen explizit, dass es nicht nur um Risiken geht, sondern darum, ob diese im Erwartungswert adäquat entschädigt werden. Wer die Risiken nicht kennt, kann auch die Prämie dafür nicht beurteilen. Risiken gibt es genug und manische Warner ohne Lösungen ebenfalls. Sinnvoller erscheint es uns daher, sich über Nebenwirkungen zu informieren, um den unangenehmen Erklärungsnotstand zu vermeiden, falls das Umfeld ändern sollte.

