

SIGLO Timeout Nr. 93 – Fundflows

Inhalt

Das vierte Quartal 2018 und vor allem der Dezember dürften Anlegern nicht gefallen haben. Aktien, aber auch die meisten Arten von Kreditanlagen und Unternehmensanleihen, verloren gleichzeitig an Wert. Einen Grossteil der Verluste holten sie in den ersten Januarwochen 2019 bereits wieder auf. Interessant sind für uns nicht die hohen Korrelationen der Anlageklassen, weil sie nichts über kausale Zusammenhänge verraten, sondern die plausiblen Verlusttreiber, insbesondere auf Kreditanlagen. Im Timeout beleuchten wir Senior Secured Loans und erklären, weshalb man die auf den ersten Blick seltsamen Entwicklungen gut nachvollziehen kann.

Einführung

Senior Secured Loans (kurz SSL, oder auch syndizierte Loans genannt, weil Banken sich bei der Kreditvergabe in Syndikaten organisieren) sind Darlehen an Firmen. Die Schuldnerfirmen weisen kein Investment Grade Rating (AAA bis BBB-) auf, sondern tiefere Ratings (heute hauptsächlich B, aber auch BB und CCC). Ihr Ausfallrisiko ist also höher, dafür zahlen sie höhere Coupons, die sich im Gegensatz zu normalen Anleihen am Libor orientieren und nicht fix sind.

Ende 2018 stehen am Markt für syndizierte Loans rund 1'600 solcher Titel für Anleger zur Verfügung, davon rund drei Viertel in den USA, der Rest in Kontinental-Europa und England. SSL kommen auf eine Marktkapitalisierung von rund USD 1'500 Mrd., was höher ist als das ausstehende Volumen an High Yield Unternehmensanleihen weltweit. Von allen SSL-Titeln gelten rund ein Drittel als liquide. Dabei handelt es sich oft um umfangreiche Emissionen grösserer Firmen mit höheren Ratings (BB). ETFs und Fonds mit täglicher Liquidität konzentrieren sich auf diese Titel, um der versprochenen Liquidität gerecht werden zu können. Das macht Sinn, weil ein sogenannter Liquiditäts-Mismatch zwischen den Fonds-Rücknahme-Bedingungen selbst und der Liquidität der gehaltenen Instrumente äusserst gefährlich werden kann, falls viele Kunden ihr Geld zurückfordern (so wie in der Krise 2008).

Liquiditätsbedingungen

Tägliche Liquidität bedeutet auch, ein Risiko zeitgleicher Geldabzüge von Kunden. Falls viele Rücknahmen beim Manager eintreffen, muss er dafür besorgt sein, das nötige Geld

bereitzustellen. Dafür verkauft er Titel im Fonds. Selbstverständlich versucht jeder PM bei diesen Verkäufen, die Diversifikation im Fonds und allenfalls aktive Wetten nicht zu beeinträchtigen. Auf der anderen Seite ist er gezwungen, die Titel zu verkaufen, die sich kurzfristig zu einem akzeptablen Preis veräussern lassen, d.h. über ausreichende Marktliquidität verfügen. Und das sind im Normalfall eher grössere Titel mit BB-Rating.

Abflüsse privater Kundengelder

In der zweiten Hälfte Dezember purzelten die Preise von SSL-Anlagen in den USA von rund 98.9% auf rund 94.4%, obwohl sich weder die Anzahl der Kreditausfälle noch die Recovery Rates signifikant änderten. Soweit wir uns erinnern, trafen auch kaum relevante neue Informationen über die wirtschaftlichen Entwicklungen oder geopolitischen Risiken ein, die Verkäufe auslösten oder befeuerten. Was war der Auslöser für diesen Kursrutsch auf SSL? Wir merken hier an, dass wir nur Mutmassungen basierend auf Gesprächen mit Managern und Anlegern reflektieren und eigene Beobachtungen beschreiben.

SSL hielten sich im Okt. 2018 unerwartet gut und schlossen den Monat in USD gemäss Credit Suisse Leveraged Loan Index (CSLLI) mit 0.01%% ab, während globale Aktien und High Yield Anleihen bereits -7.42% respektive -1.99% verloren. Für das Jahr bis Ende Oktober lagen SSL Anlagen mit 4.36% im Plus. Doch dann setzte im Dezember eine erhebliche Verkaufswelle vor allem von Privatanlegern in den USA ein. Es erscheint uns unmöglich, die genauen Ursachen für die Welle zuverlässig zu identifizieren, aber wir erachten einige Thesen als plausibel.

Erstens kommunizierte das Fed im Verlaufe von Q4 die Möglichkeit, dass es die Zinsen in 2019 weniger rasch und weniger oft anheben würde als zuvor mitgeteilt. Damit wurde ein Argument, in SSL-Fonds zu investieren, geschwächt (SSL leiden im Gegensatz zu Anleihen aufgrund der variablen Verzinsung weniger unter weiter ansteigenden Zinsen). Zweitens reduzierte sich die SSL-Nachfrage durch CLOs gegen Ende 2018 deutlich.

Möglicherweise dachten sich auch private Anleger in den USA, es wäre eine gute Idee, einige der SSL-Schäfchen ins Trockene zu bringen und ihre SSL-Fonds zu verkaufen bzw. ihr Geld zurückzufordern. Nach den herben Rückschlägen auf Aktien und HY-Anleihen im Oktober war es ja effektiv nicht unverständlich, SSL-Anlagen zu einem nach wie vor guten Preis zu verkaufen. Andere Thesen fokussieren eher auf Rebalancings in Portfolios oder steuerliche Überlegungen, welche wir hier aber nicht vertiefen werden.

Reaktion der SSL-Manager

Manager von Fonds mit täglicher Liquidität sowie ETFs sahen sich folglich mit hohen Verkaufsaufträgen konfrontiert, die alle rasch ausgeführt werden wollten. Wir haben keinen Grund zur Annahme, dass Manager diese Aufträge nicht im besten Interesse der Kunden ausführen wollten. Also verkauften sie vor allem Titel, für welche sie am Markt «jederzeit» einen akzeptablen Preis mit relativ engen Bid-Ask-Spreads erwarten durften. Und dies sind eben voluminösere, liquidere Titel, die oft BB-Ratings erhielten.

Weiter konnte kein Manager wissen, wie umfangreich die Kunden Geld zurückfordern würden. Die Prudent Man Regel und auch die Erfahrung aus früheren Krisen motivierte wohl die meisten Manager, «ausreichend» Liquidität zu schaffen, um bei allfälligen weiteren Rücknahmen reagieren zu können. Auch dieses Verhalten ist für uns rational. Man stelle sich mal das Gegenteil vor, wenn «liquide» Fonds die Rücknahmen ihrer Kunden nicht bedienen könnten, weil sie nicht genügend Titel verkauften. Natürlich gibt es hierfür Bridgefinancing-Lösungen, aber die ändern nichts am grundsätzlichen, aus unserer Sicht logischen Managerverhalten.

Angebot und Nachfrage

Wenn viele SSL-Fondsmanager gleichzeitig die gleichen Titel verkaufen möchten, geht ihr Preis in den Keller, unabhängig davon, ob der tiefere Preis fundamental gerechtfertigt ist oder nicht. Es mag sein, dass diese Titel solider und besser sind als viele andere, die in den letzten Wochen des Jahres 2018 kaum gehandelt wurden und rein basierend auf der Bewertung „stabil“ wirkten. Dennoch sank ihr Preis stärker als derjenige von illiquiden Titeln mit B-Rating, die kein Halter zu verkaufen wagte, weil der Preis dafür wohl einen grossen Sprung von par in die Region von 85-95% genommen hätte. Und eine solche Korrektur möchte kein Fondsmanager ausweisen bzw. einen solchen Verlust realisieren, wenn es nicht unbedingt notwendig ist. Also wird in einem ersten Schritt verkauft, was am einfachsten und Performance-schonendsten geht.

Vor diesem Hintergrund wird klar, weshalb der Subindex der SSL-Titel mit BB-Rating mehr verlor als der riskantere Subindex mit den Titeln mit B-Rating. Es ist also nicht so, dass sich Marktteilnehmer nicht mehr für die Meinung der Ratingagenturen interessieren würden. Ob das überhaupt schlimm wäre, diskutieren wir in einem anderen Timeout. Es ist auch nicht so, dass der SSL-Markt irrational geworden wäre. Wer sich also die Preise und Bewertungen vieler Loans mit BB-Ratings am 31. Dez. 2018 ansah, sah entweder attraktive Einstiegsmöglichkeiten oder den Start einer neuen Krise. Allerdings waren die meisten von uns wohl beschäftigt, die Kristallgläser mit Schampus zu füllen und auf das neue Jahr anzustossen, als sich einen Kopf über die aktuelle Bewertung von SSL-Anlagen zu machen. Ist weder ironisch noch vorwurfsvoll gemeint, wir sind alle nur Menschen, die sich ab und zu auch von den Märkten distanzieren und erholen möchten.

Plötzliche Erholung

Einige SSL-Manager merkten bald im neuen Jahr, dass ihre Cashquote etwas hoch ist und sie möglicherweise etwas zu vorsichtig agierten. Die vorsichtige Haltung ist für uns verständlich und sinnvoll. Doch hohe Cashquoten bringen relative Unter-Performance, weshalb sie zu vermeiden sind, solange man

nicht mit weiteren Krisen rechnet (was offenbar nur wenige tun). Also kaufte man, was Tage zuvor noch verkauft wurde. Auch das ist nachvollziehbar, weil es sich um solide und vor allem liquide Titel handelte, welche die Manager gut kennen. Und so rauschten die Preise (bei tiefem Handelsvolumen und anhaltenden Retail-Outflows) für diese Titel rasch wieder in die Höhe. Gleichzeitig stieg die Nachfrage nach SSL durch CLOs an.

Wer anfangs Dezember 2018 in die Ferienging und Mitte Januar 2019 zurückkam, wird wohl nicht verstehen, weshalb wir überhaupt ein Timeout zu diesem Thema schreiben. Ist ja nichts passiert: die Preise bewegen sich auf ähnlich hohem Niveau wie seit langem, die Ausfallraten bleiben äusserst tief, die Dokumentationen immer noch unverändert investorenunfreundlich aber niemand stört's.

Was lernen wir daraus?

Erstens: Der SSL-Markt funktioniert! Im Dez. wurden netto über USD 30 Mrd. verkauft und in Q4 USD 210 Mrd. Turnover abgewickelt. Das Ganze ohne Probleme, ohne Gates, ohne Geschrei. Liquidität ist also vorhanden. Zweitens werden Marktpreise nicht nur von fundamentalen Fakten getrieben. Oft spielen auch praktischere Überlegungen ein Rolle, die starke Flows nach sich ziehen. Wir können nur vermuten, was diese SSL-Flows initial auslöste, aber wir können gut nachvollziehen, weshalb sie zuerst eine Verkaufswelle und anschliessend einen Kaufwahn auslösten, wenn wir uns in die Lage der Fonds mit täglicher Liquidität versetzen.

Hätte man in dieser Periode mit automatisierten Handelsstrategien Geld verdienen können? Ja, aber nur wenn Triggerpunkte ideal gewählt wurden, d.h. vor den Verlusten bei 98% auszusteigen und bei rund 94.2% wieder zu kaufen. Ob das in der nächsten Marktphase analog abläuft, wissen wohl nur die Götter (vielleicht nicht einmal die). Hinzu kommen die Risiken von Preissprüngen. Es kann vorkommen, dass die Bewertung eines Titels direkt von z.B. 100% auf 93% fällt und dann beim nächsten Trade wieder auf 96% geht. Hierfür gibt es unseres Wissens nach keine Möglichkeiten, um regelbasierte bzw. bereits ex ante erteilte Aufträge einzusetzen, weil man evtl. gar nie ausgeübt würde.

Sollten wir in Zukunft über Weihnachten und Neujahr im Büro bleiben, um rasch auf kurzfristige Opportunitäten reagieren zu können? Naja, muss jeder selber wissen, aber wir werden wohl auch 2019 über die Feiertage unsere SIGLO Büros schliessen. Erstens, weil der Handel in diesen Tagen dünn und wenig liquide, dafür aber umso teurer ist (Bid-Ask-Spread) und zweitens, weil trotz zahllosen guten Vorsätzen niemand weiss, wie ein neues Jahr beginnen wird. Eine angenehme, günstige und in der Praxis auch umsetzbare Lösung ist, nicht sofort bei geringen Kursverlusten in Panik zu verfallen und gleichzeitig zu akzeptieren, dass man nicht jede theoretisch gute Kaufgelegenheit erfolgreich ausnutzen kann. Solange die Coupons über einer konservativ gewählten Loss Rates bleiben, lohnt sich nämlich eine strategische Anlage in SSL sowieso.

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

