

Senior Loans – Diversifikation und Inflationsschutz

«Finanzkrise» ist nicht der einzige Begriff, der seit dem Jahr 2008 die erlebten Turbulenzen an den Kapitalmärkten beschreibt. Wenige Jahre nach diesem erdbebenähnlichen Ereignis prägen moderate Wachstumsaussichten und ein unvergleichbar niedriges Zinsumfeld die Geschehnisse in der entwickelten Welt, während aufstrebende Nationen sich einer weiterhin starken lokalen Nachfrage erfreuen.



Von Alfonso Papa
Geschäftsführer
ING Investment Management
(Schweiz) AG

Das globale Wirtschaftswachstum schien Ende 2010 wieder an Stärke gefunden zu haben, und das Momentum an den Aktienmärkten wird sich wohl in der ersten Hälfte 2011 halten können. Westliche Beispiele wie Deutschland, das weiterhin von einem erstarkten Export profitieren kann, können aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass Investoren dem Risikomanagement und der bewussten Allokation ihrer Gelder höchste Aufmerksamkeit widmen müssen. So banal diese Aussage klingen mag, die durchschnittlichen Gewinnerwartungen, wie sie sich beispielsweise

für Unternehmen im S&P 500 derzeit darstellen, lassen doch Raum für Sorgen zu. Auf der anderen Seite ist das äusserst tiefe Zinsniveau für festverzinsliche Anlagen in harten Währungen mit hoher Schuldnerbonität wenig attraktiv. Gerade für langfristig denkende Investoren stellt sich die Frage, wie sie ihre Portfolios angesichts potenziell steigender Zinsen positionieren sollen. Geopolitische Risiken haben nicht zuletzt aufgrund der fortschreitenden Globalisierung einen immer stärkeren Einfluss auf lokale Kapitalmärkte, und die Unsicherheiten über die Entwicklungen in Krisenregionen erleichtern die Entscheidung der Investoren nicht.

Zurückblickend auf eine Epoche von praktisch stetig sinkenden Zinsen und einer klaren Differenzierung zwischen risikoarmen und risikoträchtigen festverzinslichen Anlagen, sieht sich der Investor heute mit zunehmender Komplexität und fundamental veränderten Märkten konfrontiert. Historische Tiefststände werden kaum weitere signifikante Zinssenkungen in der entwickelten Welt zulassen und Staatsanleihen haben mit steigenden Risiken zu kämpfen. Rückt die Inflation, nicht zuletzt aufgrund der sich erholenden globalen Wirtschaft, wieder vermehrt ins Zentrum der wirtschaftspolitischen Diskussionen, wird eine Normalisierung der Zinssätze einsetzen müssen.

Steigende Risiken

Zusammenfassend sieht sich der Investor mit tiefen Zinsen, erhöhten syste-

matischen Risiken, potenziell steigender Inflation und zunehmenden Durationsrisiken konfrontiert. Erhöhte systematische Risiken verlangen nebst der globalen Diversifikation auch eine konsequente Diversifikation der Gegenpartierisiken, sprich eine realökonomische Diversifikation.

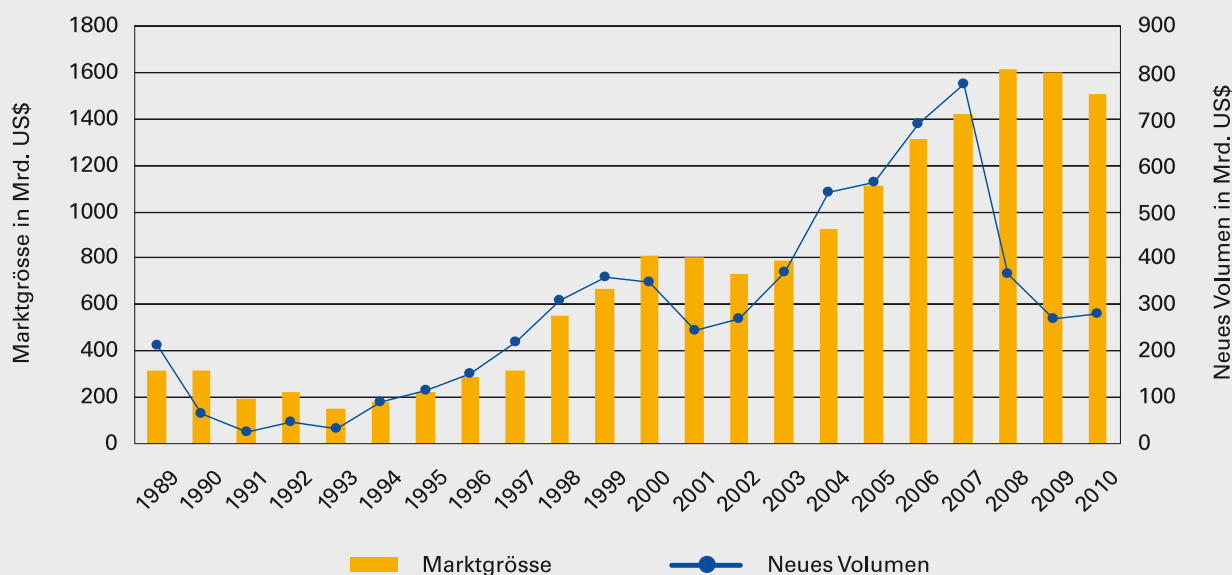
Vorteile von Senior Loans

Erstrangig besicherte Unternehmensdarlehen, sogenannte Senior Loans, bieten gerade in der aktuellen Marktsituation attraktive Vorteile und lassen sich im Portfoliokontext bestens in die Anlagestruktur institutioneller wie privater Investoren einbetten. Tatsächlich lassen sich einzig gegenüber einem High Yield Bond Markt höhere Korrelationen messen, während Senior Loans eine ertragträchtige Diversifikation zu anderen Anlageklassen aufweisen. Betrachtet man aber die fundamentalen Aspekte, zeigt sich auch im Vergleich zu High Yield Anlagen, welchen Nutzen eine Allokation in Senior Loans hat und wie sich das Risiko/Ertrags-Profil des festverzinslichen Teils eines Portfolios verbessern lässt.

Charakteristika von Senior oder Leveraged Loans

Um Senior Loans besser zu verstehen, gilt es, einige Punkte zu beachten. Die auch als «Leveraged Loans» bezeichneten Darlehen werden an Unternehmen vornehmlich zur Erweiterung der Geschäftstätigkeit durch Akquisitionen, Refinanzierung von ausstehendem Fremdkapital und für grössere Projektvorhaben gewährt. Als «Senior» werden

Marktgrösse US Leveraged Loan Market 31.12.1989 – 30.9.2010



Quelle: Credit Suisse - Global Leveraged Finance, 20.1.2011

sie bezeichnet, da diese Darlehen vorrangig zu bedienen sind und durch die Aktiven des Darlehensnehmers besichert sind. «Leveraged» bezieht sich auf die Verschuldung der Bilanz des Unternehmens. Senior Loans stellen demnach festverzinsliches Fremdkapital dar, welches durch Unternehmen mit Bonitätsqualitäten vergleichbar mit einem BB+ Rating oder tiefer aufgenommen wird. Sie werden nicht an öffentlich zugänglichen Kapitalmärkten gehandelt und zeichnen sich durch verhältnismässig grössere Summen im Bereich von 50 Mio. bis über 10 Mrd. US\$ Nominalbeträgen aus, sind jedoch als eher illiquide Anlageinstrumente anzusehen. Der Senior Loans Markt hat sich aber dank verstärktem Interesse weiterentwickelt und bietet beispielsweise im US-amerikanischen Kapitalmarkt eine mit High Yield Bonds vergleichbare Marktgrösse (siehe Grafik).

Unterschiede zu «gewöhnlichen» Darlehen

Die wohl wichtigsten Aspekte und somit die Hauptunterschiede zu einem «gewöhnlichen» Darlehen sind aber die erhöhte Einsicht der Darlehensgeber in die Geschäftsstrukturen und Bücher der Unternehmen und der an einen Referenzsatz wie den Euribor oder den Libor

gebundene Zinssatz. Letzterer wird als Differenz zum Referenzsatz definiert und reagiert, mit einer vorgegebenen Verzögerung von bis zu 90 Tagen, auf sich verändernde Zinssätze. Ein diversifiziertes Senior Loan Portfolio kann beispielsweise eine durchschnittliche Fälligkeit von über 4 Jahren mit einer Verzinsung von gut 4% über dem Referenzsatz aufweisen, trägt aber aufgrund der variablen Zinssätze (Floating Rate) kein Durationsrisiko in sich. Einzig aufgrund der verzögerten Anpassung der Darlehenssätze, die in durchschnittlich 40 Tagen vollzogen ist, können vernachlässigbare Preisschwankungen festgestellt werden. Senior Loans können also vor steigenden Zinsen, die mit zunehmender Inflation einhergehen, schützen.

Risikomanagement

Dem Risikomanagement schenken Darlehensgeber höchste Beachtung und sie nehmen auch Einfluss auf die Geschäftstätigkeiten der Unternehmen. Die Darlehensverträge schreiben nicht nur die Eckdaten der Darlehen vor, sondern limitieren die Geschäftstätigkeiten solchermaßen, dass eine Rückzahlung der Darlehen gewährleistet werden kann. Werden diese Konventionen verletzt, kann der Darlehensgeber ange-

messene Massnahmen bis hin zur sofortigen Rückzahlung des Darlehens einleiten. Dieser hohe Qualitätsaspekt schlägt sich in den Marktstatistiken zu Kreditausfällen nieder: Senior Loans sind deutlich weniger von Verlustfällen betroffen als Hochzinsanleihen. Die historische Verwertungsrate der Senior Loans ist mit durchschnittlichen 70% von 1995 bis Ende September 2010 deutlich höher als bei High Yield Bonds, deren Rate bei ca. 43% liegt (Quelle: Credit Suisse).

Letztendlich spiegelt sich dies auch in den Performancedaten von 1997 bis 2010 wider: Von 1997 und 2007 weist der durch den S&P/LSTA Leveraged Loan Index (in US\$) repräsentierte Markt Jahreswerte zwischen 1,91 und 9,97% aus. Einzig im Krisenjahr 2008 erlitt der Markt einen Verlust, der mit -29,10% zu Buche schlug. Dieser wurde aber im Folgejahr mit +51,62% ausgeglichen, gefolgt von einer Performance von +10,13% im Jahr 2010.

Vergangene Performance ist keine Garantie für zukünftige Entwicklungen, wie es so schön heisst. Im Falle von Senior Loans zeigt sich aber, dass fundamentale Qualität sich langfristig auszahlt.

alfonso.papa@ingim.com
www.ingim.com