

SIGLO Timeout Nr. 41

Loss Rates und Sicherheitsmargen bei Kreditanlagen

Einführung

Die Risikomessung gestaltet sich im Fixed Income Bereich etwas komplexer als bei Aktien. Einerseits weil statistische Masse wie Volatilität nicht sehr aussagekräftig sind und andererseits weil Alternativen wie die Ratings von Moody's oder S&P zwar benutzerfreundlich aber wenig transparent wirken. Im Timeout stellen wir mit der Loss Rate und der über die aktuellen Spreads bestimmbaren Sicherheitsmarge zwei alte, aber leider oft vergessene Masse vor, die in unseren Augen die Nachteile der genannten, populären Risikomasse sinnvoll adressieren.

Definition von Loss Rates

Ein aussagekräftiges und intuitiv leicht verständliches Mass für Kreditrisiko stellt die sogenannte "Credit Loss Rate" (kurz "Loss Rate") dar. Drei simple Definitionen dazu.

- **Default Rate** = Ausfallrate = Summe aller Kreditinstrumente in Prozenten eines vordefinierten Universums, die ihre Verpflichtungen nicht (oder nicht zeitgerecht) bedienen können.
- **Recovery Rate** (RR) = Anteil des Kapitals in Prozenten vom Nominalwert, das bei einem Ausfall noch an Anleger ausgeschüttet werden kann. Quasi, das Kapital, das beim Default "gerettet" werden kann.
- **Loss Rate** (LR) = Expected Loss = **Default Rate * (1 - Recovery Rate)**.

Weshalb nicht nur Ratings?

Wir haben nichts gegen Ratings per se, aber die Loss Rate erlaubt einen transparenteren Risiko-Vergleich von Kreditinstrumenten und Anlagen aller Art, da sie immer identisch funktioniert. Im Gegensatz zu Ratings von Agenturen werden bei Loss Rates die Input-Faktoren für Anleger direkt ersichtlich, was bessere Diskussionen über Risiken unterschiedlicher, auch privater, Kredite erlaubt. Moody's betont zwar, dass ihre Ratings auch beide Komponenten der Loss Rate, d.h. Default und Recovery Rates, bewerten. Für gewisse Anlageklassen wie z.B. BBB Anleihen oder Senior Secured Loans passen ihre publizierten Ratings aber nicht zu den beobachteten Loss Rates. Weiter sind die zugrunde liegenden Annahmen und Kriterien der Ratings für Anleger nicht transparent. So bemerkt Moody's in einem Research Paper

selbst, dass ihre Ratings für Senior Secured Loans relativ zu Unternehmensanleihen oft um rund einen Notch zu tief ausfallen. Nicht zuletzt ist es verständlicher, konkrete Daten für Loss Rates und Margen zu beurteilen als diffuse Labels wie "Baa" gegenüber "Ba".

Mit Hilfe einer geschätzten Loss Rate und des aktuellen Spreads können wir für jedes Kreditinstrument direkt eine Rendite-Sicherheitsmarge berechnen

Historische und zukünftige Loss Rates

Am Beispiel von Senior Secured Loans wird die Idee der Loss Rate rasch klar: Im CS Leveraged Loan Index liegt die historische Ausfallrate seit 1989 bei knapp 4.0%. Die Recovery Rates für Loans lagen gemäss den Studien von Moody's und von Kredit-Papst Prof. Edward Altman in dieser Periode im Schnitt bei rund 80%. Daraus ergibt sich eine historische Loss Rate von 0.8% p.a. ($0.04 * (1 - 0.8) = 0.008 = 0.8\%$). Anleger in einem Loan Index müssen daher pro Jahr mit Kredit-Verlusten von rund 0.8% rechnen.

Als Investor kann man sich nun entweder einfach auf diese historischen Daten stützen oder aber Erwartungen für die zukünftigen Loss Rates von Loans oder anderen Kreditinstrumenten formulieren. Im Fall von Loans könnten z.B. durchschnittliche Recovery Rates aufgrund der vielen neuen "Covenant Light Deals" tendenziell sinken, was die Loss Rate insgesamt etwas erhöhen würde.

Sicherheitsmargen bei Kreditanlagen

Mit dem Begriff "Margin of Safety" oder auf deutsch Sicherheitsmarge wird die Differenz

(bzw. Discount) zwischen dem "wahren oder fairen" Wert einer Finanzanlage und ihrem aktuellen Marktwert bezeichnet. Dabei ist es natürlich das Ziel, Anlagen mit hoher Marge bzw. einem grossen Discount relativ zum aktuellen Marktwert zu finden. Insbesondere die Value Investoren zeichnen sich durch diesen Ansatz aus. Wir wenden nun dieses Konzept der Marge auf Kreditinstrumente an und fragen uns, wie hoch Sicherheitsmargen bei Kreditinstrumenten heute sind.

Die Antwort ist relativ leicht zu finden, denn anhand der aktuellen Renditen auf Verfall (bzw. den um Zinsrisiken bereinigten Kredit-Spreads) am Markt, wissen wir ja bereits, was wir mit einer Kreditanlage verdienen, solange diese nicht ausfällt und wir sie bis Maturität halten. Ziehen wir die Loss Rate vom aktuellen Spread ab, erhalten wir quasi eine Indikation für die Sicherheitsmarge. Als Beispiel nehmen wir wiederum Loans, die aktuell einen durchschnittlichen Spread von rund 5% gegenüber Libor aufweisen. Dank ihres Floating Rate Charakters besteht kein Zinsrisiko. Somit liegt die aktuelle Sicherheitsmarge bei rund 4%, wenn man auf die historische Loss Rate zurück greift (konkret 5% Spread minus 0.8% Loss Rate = 4.2% Sicherheitsmarge). Schön und gut, aber wie interpretiere ich nun diese Marge genau?

Vergleich der Margen von Kreditanlagen

Zusammen mit Kunden haben wir in den letzten Monaten unter anderem Loss Rates diverser Kreditinstrumente wie Loans, Direct Lending Strategien oder zahlreiche börslich gehandelter Anleihen verglichen und dabei eine Reihe sehr interessanter Feststellungen gemacht. Wir möchten den Rahmen dieses Timeouts nicht sprengen und belassen es bei der Erwähnung, dass sich die Seniorität von Private Debt in den Kapitalstrukturen von Firmen oft in deutlich höheren Recovery Rates äussert, was die Loss Rate senkt und gleichzeitig die aktuelle Marge im Vergleich zu High Yield oder Emerging Market Bonds signifikant erhöht. Des Weiteren erweist sich die bereits im Timeout Nr. 9 angesprochene Abgrenzung von Investment Grade bei BBB- vs BB als ineffizient, weil die Loss Rates nahe beisammen liegen aber die Spreads auf BB Anlagen deutlich höher sind. Isolierte Sichten alleine auf die Ratings oder Spreads

blenden diese Informationen und damit eine Reihe zentraler Ansätze und Argumente für eine strategische Anlageallokation aus.

Die Loss Rate eignet sich ebenfalls, um die bisherigen Leistungen aktiver Manager anhand ihrer spezifischen historischen Loss Rates zu evaluieren (diese liegt bei guten Managern vor allem dank tiefer Ausfallraten deutlich unter den populären Indizes).

Implizite Margen

Der Prozess zur Berechnung von Loss Rates und Margen lässt sich auch umkehren, um gewisse Risikoszenarien und Limiten besser zu verstehen. Beispielsweise können wir mit der Loss Rate und der aktuellen Marge berechnen, wie stark Ausfallraten ansteigen oder Recovery Rates fallen dürfen, bevor ein Verlust mit Buy-and-Hold Anlagen entsteht.

Im Fall von Loans wäre die Grenze praktisch bei einer Verdoppelung der Ausfallrate plus einer gleichzeitigen Halbierung der Recovery Rates ($0.08 * (1-0.4) = 0.048 = 4.8\%$ vs. 5%). Wie realistisch solch ein Szenario ist, muss jeder Anleger selber beurteilen. Fest steht nur, dass Diskussionen mit konkreten Daten zu den Loss Rates und Margen fundierter geführt werden können, als wenn man sich auf nichtssagende Begriffe wie Investment Grade oder historische Volatilitäten verlässt.

Loss Rates erlauben uns zu beurteilen, wie stark Default- und Recovery Rates ansteigen dürften, damit ein Buy-and-Hold Ansatz immer positiv rentiert

Praktische Beispiele

Anhand eines vereinfachten Beispiels erörtern wir nun, worin wir die Problematik von Volatilität und Ratings als Risikomasse im Fixed Income Bereich sehen. Man betrachte zwei Fixed Income Instrumente, einen Loan L mit einem aktuellen Spread von 5.5% und eine Unternehmensanleihe U mit Spread 3% und den Ratings BB+ und BBB- respektive.

L wird täglich aktiv am OTC Markt für Loans gehandelt und ihr Preis schwankt zwischen 91 und 99 Cents/USD, was sie relativ volatil erscheinen lässt. Zudem erfüllt Anlage L die

Investment Grade Anforderung nicht. Anlage U ist sehr illiquid und ihr Preis bleibt daher seit Emission konstant auf 98 Cents/USD. U ist aber Investment Grade und somit Teil passiver Anleihenportfolios. Gemäss ihrem Rating und der bisherigen Volatilität wirkt L also viel riskanter als U. Ist dem wirklich so?

Bei Berücksichtigung der Loss Rate würden wir erkennen, dass die Recovery Rate von L mit erwarteten 80% doppelt so hoch liegt wie der Erwartungswert der BBB- Anleihe U (Referenz: diverse Artikel von Prof Altman). Zudem zeigt die tägliche Volatilität von L, dass der Markt den fairen Wert dafür sucht. Bei U dürfte die tiefe Volatilität hingegen bloss ein Ausdruck der Illiquidität darstellen. Uns ist klar, dass Bonds im Schnitt liquider sind als Loans, aber die liquidesten Loans sind liquider als die illiquidesten Anleihen. Somit besteht bei U wohl ein höheres Risiko plötzlicher negativer Überraschungen als bei L. Entsprechend ist die Sicherheitsmarge für L aufgrund des aktuellen Spreads höher.

Ursprung

Im Sinne einer sauberen Zitierweise wollen wir nicht verschweigen, dass die Lorbeeren für diese zwei Konzepte bereits vor Jahrzehnten vergeben wurden. Die Loss Rate ist nämlich nicht nur für die Kreditinstrumente sinnvoll, sondern auch in der Versicherungsindustrie, wo man oft von "Expected Loss" spricht. Dabei multipliziert man die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Ereignisses mit dessen erwarteter Schadensumme (kurz das Produkt aus Probability und Severity). Dieser

Expected Loss wird dann ins Verhältnis zur erwarteten oder erzielbaren Prämie gesetzt, um die Attraktivität der Risiko-Übernahme bzw. der Versicherung dafür zu beurteilen. Die Idee der Marge stammt hingegen aus den 30ern und wurde, wie vieles andere in der Finanzwelt, von Ben Graham und David Dodd entwickelt. Jahrzehnte später führten sie bekannte Value Jünger wie Seth Klarman oder Warren Buffett nicht nur zu Papier, sondern auch zu praktischen Erfolgen.

Konklusion

Erfolgreiche Anlageentscheide gründen oft auf Transparenz und Nachvollziehbarkeit. Durch Schätzungen zukünftiger Loss Rates und aktueller Spreads erhalten Anleger ein leicht nachvollziehbares und transparentes Modell für Diskussionen und Vergleiche von Risiken im Fixed Income Bereich. Annahmen in der Modellierung und Prognosen werden ersichtlich und entsprechende Simulationen zukünftiger Markt-Situationen möglich. Die Sicherheitsmarge zeigt zudem, wie schlimm eine Situation werden muss, bevor man als Buy-and-Hold Anleger Geld verliert.

Uns ist klar, dass Konzepte wie Loss Rate und Marge nicht alle Herausforderungen der Finanzwelt adressieren, geschweige denn lösen können. Probleme wie Illiquidität oder Änderungen in Korrelations-Eigenschaften werden z.B. nicht erfasst. Dennoch sind wir überzeugt, dass Loss Rates und Margen etablierte Risikomasse wenn nicht ersetzen, dann zumindest sinnvoll ergänzen und ein besseres Gefühl für Risiken vermitteln.

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

