

SENIOR SECURED LOANS

KREDITRISIKEN IM GRIFF HABEN

SAMUEL MÜLLER

Pensionskassen und andere institutionelle Anleger sind angesichts der andauernden Niedrigstzinsen auf neue Anlagemöglichkeiten angewiesen – dies als Alternative oder Ergänzung zur Vermögensanlage in Obligationen. In diesem Zusammenhang bewähren sich Senior Secured Loans, also Kredite an Unternehmen mit einem Rating im Bereich Non-Investment Grade. Zur Einschätzung des Kreditrisikos setzt Baloise Asset Management auf den WARF-Ansatz (Weighted Average Rating Factor).

Mit Senior Secured Loans (SSL) werden Kreditrisikoprämien in einem verglichen mit Unternehmensanleihen illiquideren und weniger effizienten Markt abgeschöpft. Die Bonität der Schuldner bewegt sich meistens unterhalb von Investment Grade (siehe Textbox Seite 12 unten). Die vergangenen Jahre haben gezeigt, dass SSL in einem Um-

feld fallender oder stabiler Zinsen ansprechende Renditebeiträge liefern können. Bei steigenden Zinsen liegt der Vorteil von SSL darin, dass ihre variable Verzinsung automatisch zu höheren Coupons führt. So können Senior Secured Loans zum Beispiel in einem diversifizierten Pensionskassen-Portfolio langfristig einen attraktiven Beitrag leisten. Dies gilt auch für Pensionskassen, welche ihre USD-Anlagen vollständig absichern.

Bei der Bewirtschaftung von SSL stellt sich die Frage nach dem Kreditrisiko. Wie lässt sich dieses im Portfolio effizient überprüfen? Baloise Asset Management nutzt die Aussagekraft des WARF (Weighted Average Rating Factor) und bekommt so das Kreditrisiko in den Griff.

Was bedeutet WARF konkret?

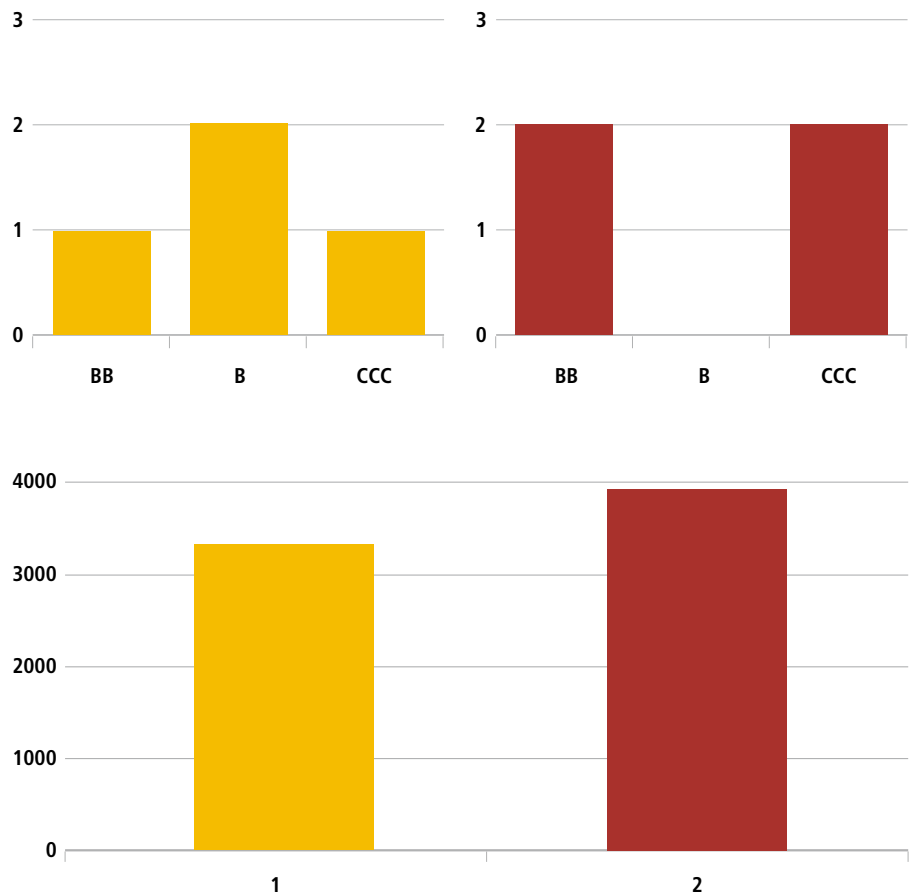
Der WARF-Ansatz erfasst das Kreditrisiko eines Portfolios in einer Kennzahl und ist damit ein nützliches Instrument, um das Kreditrisiko in einem Loan-Portfolio zu messen. Das Ziel besteht darin, bei SSL einer ungewollten Übersteuerung des Kreditrisikos vorzubeugen und gleichzeitig die Ertragschancen zu wahren.

Die Loan-Portfolios in der Abbildung rechts oben zeigen ein durchschnittliches Rating von B. Je tiefer das Rating einer Anlage ist, desto höher die Ausfallwahrscheinlichkeit. Das rote Loan-Portfolio hat einen höheren Anteil an CCC-Anlagen, was gemessen an der Bonität eines Schuldners eine erhöhte Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls ergibt. Die Ausfallwahrscheinlichkeit im roten Loan-Portfolio ist deutlich höher als im gelben.

Die Berechnung des einfachen durchschnittlichen Ratings dieser Portfolios gibt jedoch keinen Hinweis auf die deutlich unterschiedlich ausgerichteten Portfolios. Deshalb kommt der WARF-Ansatz zum Einsatz. Dabei wird das Rating jedes Loans in einen WARF-Score überführt, etwa mittels der vereinfachten Tabelle von Moody's:

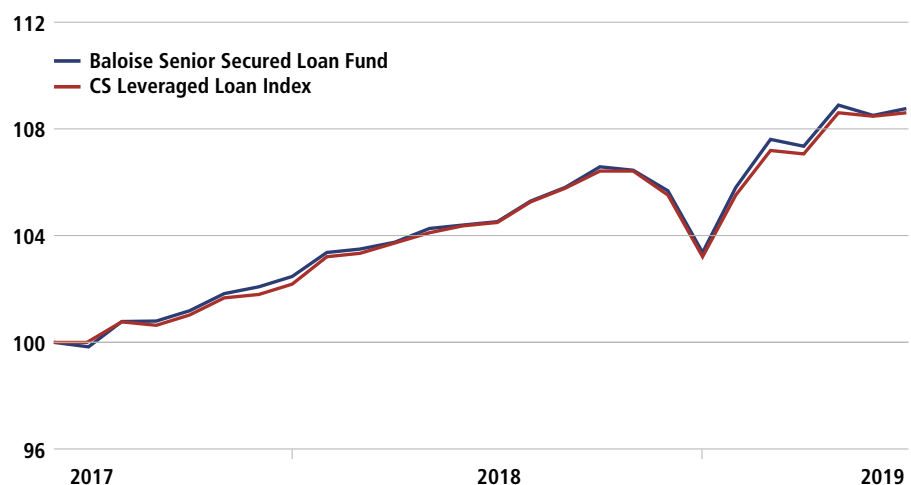
Rating	WARF
BB	1350
B	2720
CCC	6500

Loan-Portfolios (oben) und deren unterschiedliche WARF-Scores (unten)



Baloise Senior Secured Loan Fund im Vergleich

Bruttorendite in USD seit Lancierung 01.06.2017 (indexiert)



Der Vergleich der WARF-Scores ist aussagekräftig. Per 31.07.2019 liegt der WARF des CS Leveraged Loan Index bei schätzungsweise 2498, während der Baloise Senior Secured Loan Fund auf 2443 kommt und damit über ein geringeres Kreditrisiko bei gleicher Rendite verfügt.

Tabellen mit WARF-Scores werden von Rating-Agenturen herausgegeben. Die einzelnen WARF-Scores der Loans bilden in ihrer Summe den WARF des gesamten Loan-Portfolios. Der WARF-Score steigt immer stärker, je tiefer das Rating sinkt (exponentielle Zunahme). Tiefere Ratings werden also mit einem höheren Score stärker «bestraft». Der WARF-Score des roten Portfolios (3925) liegt im Vergleich zum gelben Portfolio (3323) höher. Das rote Portfolio 2 (im unteren Teil der Abbildung Seite 11 oben) hat somit ein höheres Kreditrisiko.

Risikolimits einhalten

Ein Grossteil der am Markt verfügbaren US-Loans weist ein S&P-Rating von B auf. Baloise Asset Management folgt dem Ansatz dieses Marktdurchschnitts und setzt fest, dass das durchschnittliche Rating des hauseigenen Baloise Senior Secured Loan Fund nicht tiefer sein darf als B. Dies entspricht einem WARF-Score von 2720.

SENIOR SECURED LOANS AUF EINEN BLICK

Senior Secured Loans sind Kredite an Unternehmen mit einem Rating Non-Investment Grade, also mit einer niedrigeren Bonität, etwa analog High-Yield Bonds.

- **Loans** - Unternehmenskredite (Darlehensverträge)
- **Secured Loans** - Besicherte Unternehmenskredite
- **Senior** - Bezeichnet die Erstrangigkeit in der Kapitalstruktur und damit den Gläubigerschutz im Konkursfall
- **Variabler Zins** - An den Geldmarkt geknüpfte Zinsen (Floating Rate). Die Zinsanpassungsperiode liegt bei ungefähr 90 Tagen.

Senior Secured Loans verfügen über niedrigere Volatilität als Hochzinsanlagen.

BALOISE SENIOR SECURED LOAN FUND

Senior Secured Loans mit variabler Verzinsung sind eine echte Alternative zu Hochzinsanleihen und weisen ein attraktives Rendite-Risiko-Profil auf. Als Vermögensverwaltung agiert die Baloise Asset Management Schweiz AG. Externe Loan Manager sind Barings LLC, Bain Capital Credit LP und Octagon Credit Investors.

Anteilsklasse	Zeichnungsbetrag	Ertragsverwendung	ISIN-Code
I-3 CHF	Gegenwert in CHF zu 125 000 EUR, bis 3 Mio. CHF	Thesaurierend	LU1548480612
I-3-10 CHF	3-10 Mio CHF	Thesaurierend	LU1548481263
I-10 CHF	Ab 10 Mio. CHF	Thesaurierend	LU1548481180
I-10 USD	Ab 10 Mio USD	Thesaurierend	LU1548481008

Weitere Informationen sind unter www.baloise-asset-management.com erhältlich.

Hat der Loan Manager eine Kaufmöglichkeit für einen CCC-Loan, muss er das Portfolio so anpassen, dass er nach dem Kauf wieder ein WARF-Score von maximal 2720 erreicht. So ist sichergestellt, dass das Kreditrisiko nicht ungewollt übersteuert wird.

Die Vorteile des WARF

In der Bewirtschaftung von SSL-Portfolios hätte eine Rating-Beschränkung (beispielsweise auf B-Loans) zur Folge, dass der Loan-Manager nicht alle vorhandenen Möglichkeiten ausschöpfen kann. Dank dem WARF-Ansatz kann er das Ertragspotenzial in allen Ratings wahrnehmen und gleichzeitig effizient allfällige Risiken reduzieren. Das Kreditrisiko ist messbar, was einem Überschiessen des Kreditrisikos über die Risikolimits vorbeugt. Zudem ist die WARF-Kennzahl einfach nachvollziehbar und aussagestark.

Angebot der Baloise Group

Als Asset Manager verfolgt die Baloise Group die gleichen Ziele wie institutionelle Investoren, insbesondere wie Pensionskassen. Beide stehen vor denselben Herausforderungen: Verwaltung der Ver-

mögen mit einem langfristigen Anlagehorizont und mit dem Schwerpunkt, die Ertragschancen zu erhöhen und gleichzeitig Verlustrisiken zu reduzieren. Das Ziel ist es, jederzeit die Verpflichtungen, welche gegenüber den Kunden bestehen, erfüllen zu können. Der hauseigene Baloise Senior Secured Loan Fund verfügt über vier Anteilsklassen welche Pensionskassen und anderen Drittinvestoren offenstehen (siehe Textbox oben auf dieser Seite). Im Index-Vergleich überzeugt der Baloise Senior Secured Loan Fund, wie die Grafik auf Seite 11 unten zeigt.

Samuel Müller

Portfolio Manager bei der Baloise Asset Management Schweiz AG, Basel.

