

BARINGS

RENTEN

Senior Secured Loans: Warum jetzt?

INSIGHTS

Weitere Zinserhöhungen sind in Sicht und die Volatilität stellt die Finanzmärkte auf die Probe. Daher gewinnen Loans an Attraktivität, da sie Schutz sowohl gegen das Kredit- als auch gegen das Zinsrisiko bieten können.



Natalie Heawood, CFA
Director, European High Yield



Casey McKinney
Managing Director, U.S. High Yield

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine gibt aktuell Anlass zu großer Sorge – und die Märkte haben in den letzten Wochen entsprechend reagiert: Die Renditekurven haben sich abgeflacht und die Aktien- und Anleihenmärkte extreme Schwankungen verzeichnet. Verstärkt wird diese Ungewissheit durch die Preisvolatilität bei Öl und anderen Rohstoffen. Sie wirft die Frage auf, ob die Verbrauchereinnahmen und Unternehmensgewinne künftig darunter leiden können. Gleichzeitig stehen die steigende Inflation und mögliche weitere Zinserhöhungen nach wie vor im Fokus. In diesem Umfeld können Senior Secured Loans bzw. vorrangig besicherte Darlehen eine gute Option sein, da die Anlageklasse eine einzigartige Mischung aus attraktivem Renditepotenzial und einem gewissen Schutz vor Kredit- und Zinsrisiken bietet.

„Ein bedeutenderer Teil der Anlageklasse der Loans ist oder wird innerhalb eines viel kürzeren Zeitraums wirklich variabel verzinst werden, als es in der letzten Phase steigender Zinsen der Fall war.“

Ein Wendepunkt für Loans

Senior Secured Loans werden von Unternehmen mit einem Rating unterhalb von Investment Grade begeben und für unterschiedliche Zwecke verwendet, etwa zur Finanzierung von Übernahmen, zur Refinanzierung bestehender Schulden und zur Unterstützung von Expansionsplänen. Die Darlehen werden von einer leitenden Bank gewährt und an andere Banken und institutionelle Anleger syndiziert (oder verkauft). Sie zahlen einen variablen Zinssatz, d. h. einen Basiszinssatz plus einen zusätzlichen festen Kupon, um für das Kreditrisiko bei der Kreditvergabe an ein Unternehmen mit einer Bonität unterhalb von Investment Grade zu entschädigen.

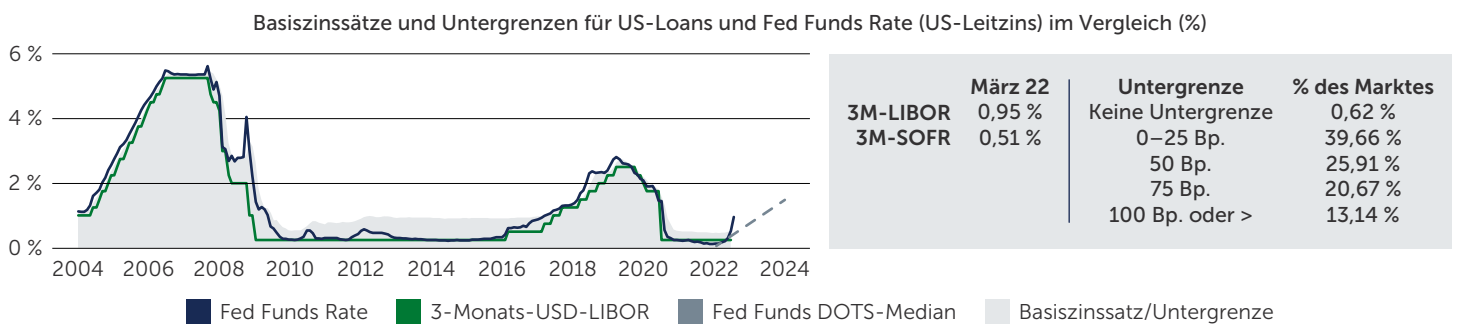
BEISPIEL:

Vom Senior-Secured-Loan-Kreditnehmer gezahlter Zinssatz = Basiszinssatz (Libor, SOFR, Euribor usw.) + fester Kupon/Spread

Nach der weltweiten Finanzkrise, als die Leitzinsen auf ein historisch niedriges Niveau fielen, bot die Basiszinskomponente der Darlehen Anlegern keine attraktive Rendite mehr. Folglich wurden bei neu ausgegebenen Darlehen üblicherweise Untergrenzen für den Basiszinssatz („Floor“) eingeführt. Eine Untergrenze legt einen Mindest-Basiszinssatz fest, der für variabel verzinsliche Instrumente, in diesem Fall Senior Secured Loans, zu zahlen ist.

Das Vorhandensein von Untergrenzen wirkt sich auch darauf aus, wie schnell sich ein Zinsanstieg in der Kuponzahlung eines Kredits niederschlägt. Als beispielsweise die US-Notenbank Fed 2015 die Zinsen an hob – und damit den kurzen Zinserhöhungszyklus einleitete, der nach dem Ausbruch der Pandemie Anfang 2020 zu Ende ging – hatte ein Großteil des Loan-Marktes Zinsuntergrenzen zwischen 100 und 125 Basispunkten (Bp.). Damit die Basiszinskomponente des Darlehens variabel werden („float“) und zu einer höheren Kuponzahlung beitragen konnte, mussten die Zinsen also über einer Spanne von 1,00 % bis 1,25 % liegen.

Abbildung 1: Ein großer Teil der Anlageklasse der Loans wird in relativ kurzer Zeit variabel verzinst werden



Quellen: Barings; Credit Suisse; Bloomberg.

Im Gegensatz dazu weist ein großer Teil des Marktes für vorrangig besicherte Darlehen zu Beginn des heutigen Zinserhöhungszyklus eine niedrigere Untergrenze auf, in der Regel 0 Basispunkte in Europa und 0 bis 50 Basispunkte in den USA. (Abbildung 1). Daher ist oder wird ein bedeutender Teil der Anlageklasse der Loans innerhalb eines viel kürzeren Zeitraums wirklich variabel verzinst werden, als es in der letzten Phase steigender Zinsen der Fall war. Beispielsweise erreichte der 3-Monats-Libor in den USA am 18. März ein Niveau von 95 Basispunkten, was bedeutet, dass Loans mit Libor-Untergrenzen von 90 Basispunkten oder weniger ihren Wendepunkt im Grunde überschritten haben und künftig zusätzlich zum festen Kupon bzw. Spread einen attraktiven, wachsenden Kupon bieten sollten. Das sind immerhin über 85 % des US-Marktes.

Noch immer starke Fundamentaldaten

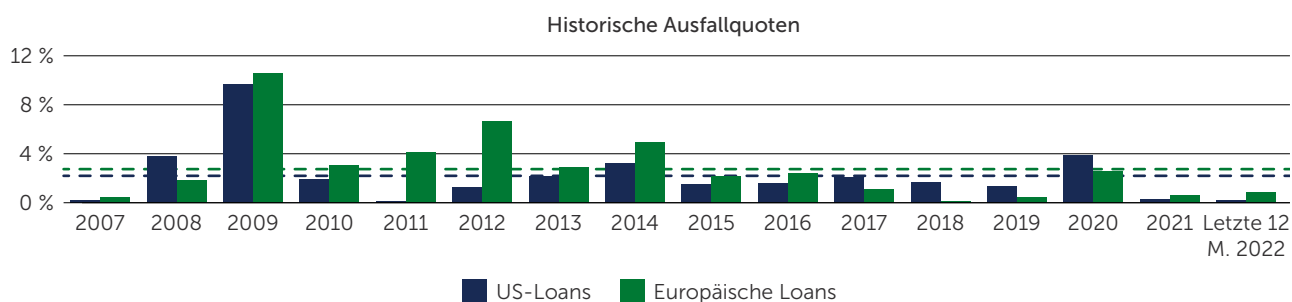
Der Vorteil eines wirklich variabel verzinsten Kupons ergibt sich heute vor dem Hintergrund eines nach wie vor starken fundamentalen Umfelds. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat die Märkte in den letzten Wochen in Aufruhr versetzt und die Besorgnis über eine steigende Inflation verstärkt. Die Unternehmen in Industrieländern verfügen jedoch heute über einen geringeren Verschuldungsgrad und ein recht starkes Liquiditätsprofil, was zum Teil auf die hohe Zahl von Neuemissionen in den letzten zwei Jahren zurückzuführen ist. Umsatz, Cashflow und EBITDA haben in vielen Fällen wieder das Niveau von 2019 erreicht oder übertroffen. Gleichzeitig konnten viele High-Yield-Emittenten die günstigen Marktbedingungen nutzen, um

ihre Schulden zu refinanzieren, was die Fälligkeiten der Unternehmen hinausgezögert und zu einer begrenzten Anzahl von kurzfristigen Fälligkeiten auf den Loan-Märkten geführt hat. Angesichts dieser Entwicklungen haben viele der Emittenten auf dem Loan-Markt heute einen positiven Puffer, um dem aktuellen Inflationsdruck standzuhalten. Außerdem ist hervorzuheben, dass der durchschnittliche Emittent auf dem Markt für Leveraged Loans im Vergleich zur globalen Finanz- und Staatsschuldenkrise heute wesentlich größer ist. Größere Unternehmen weisen größere und in der Regel stabilere Bilanzen auf, wobei vorrangig besicherte Darlehen allgemein auf einer konservativen Beleihungsbasis von etwa 50 % vergeben werden.¹

In Verbindung mit dem soliden fundamentalen Umfeld hat diese Marktentwicklung dazu beigetragen, dass die Ausfälle überschaubar bleiben. Wir gehen davon aus, dass sie in nächster Zeit unter den langfristigen historischen Durchschnittswerten verharren werden (Abbildung 2). Unterstützt wird dieser Ausblick durch die Tatsache, dass Ende Februar nur ein kleiner Teil des Marktes (1,2 % in den USA und 0,7 % in Europa) auf notleidendem Niveau bzw. unter 80 Cent gehandelt wurde.² Zum Vergleich: In früheren Phasen, in denen die Ausfälle höher waren (wie 2014), wurden 2,2 % der US-Loans und 4,5 % der europäischen Loans unter 80 Cent gehandelt.³ Darüber hinaus sind Ausfälle zwar mit einem potenziellen Kapitalverlust verbunden, doch besteht in der Regel die Möglichkeit, einen Teil davon durch eine Umstrukturierung wiederzuerlangen. In der Vergangenheit wiesen Loans eine relativ hohe Rückgewinnungsrate von 72,6 % auf.⁴

1. Basierend auf den Marktbeobachtungen von Barings.
 2. Quelle: Credit Suisse. Stand: 28. Februar 2022.
 3. Quelle: Credit Suisse. Die Zahlen stellen den 12-Monats-Durchschnitt in den USA und Europa dar.
 4. Quelle: Moody's Annual Default Study (Jährliche Studie über Zahlungsausfälle). Stand: Januar 2021. Globale durchschnittliche Rückgewinnungsraten für Unternehmenskredite gemessen an der endgültigen Rückgewinnung.

Abbildung 2: Zahlungsausfälle werden voraussichtlich unter dem langfristigen Durchschnitt bleiben



Quellen: S&P/LSTA Leveraged Loan Index; S&P European Leveraged Loan Index. Stand: 28. Februar 2022.

In Anbetracht des positiven fundamentalen Umfelds und angesichts der Erwartungen von geringen Zahlungsausfällen in Zukunft gibt es offenbar bestimmte Bereiche im Markt, die Anleger für das von ihnen eingegangene fundamentale Risiko mehr als entschädigen. Die Berücksichtigung der langfristigen durchschnittlichen Annahmen zur Rückgewinnung bei Darlehen kann Aufschluss darüber geben, wie die aktuellen Spreads im Vergleich zur Verlustquote bei Ausfall dastehen. Zum Beispiel bieten US- und europäische Loans derzeit durchschnittliche Spreads von etwa 450 Basispunkten bzw. 467 Basispunkten über dem Basiszinssatz.⁵ Wenn ein Anleger von einer Rückgewinnungsrate von 60 % bis 80 % ausgeht, was dem historischen Durchschnitt entspricht, würde ein Spread von 450 Basispunkten bedeuten, dass eine Ausfallquote von über 10 % erforderlich wäre – also deutlich über den aktuellen Erwartungen – um den Excess Spread, der über einer risikofreien Anlagemöglichkeit erforderlich wäre, vollständig aufzuzehren (**Abbildung 3**).

Das heißt, ohne einen signifikanten und beispiellosen Anstieg der Ausfallquoten auf über 10 % und vor dem Hintergrund von historisch höheren Rückgewinnungsraten gehen wir davon aus, dass die Anlageklasse der Loans weiterhin positive Renditen erwirtschaften wird, selbst wenn wir in Zukunft einen gewissen Anstieg der Ausfälle verzeichnen. Dabei ist hervorzuheben, dass der Darlehensmarkt im Laufe der Zeit eine positive Wertentwicklung erzielt hat. In den USA zum Beispiel hat die Anlageklasse seit 1992 nur zweimal negative Jahresrenditen erzielt.⁶ Darüber hinaus hat der Markt in der Vergangenheit jeden Monat eine Carry-Rendite aus den Erträgen geboten, was zum Ausgleich von Kursschwankungen beitragen kann.

Abbildung 3: Die derzeitigen Spreads für Loans scheinen Anleger vor dem Hintergrund der Ausfälle angemessen zu entschädigen (Ausfallverlustquote bzw. Loss-Given-Default-Szenarien)

		Szenarien für die Rückgewinnungsrate					
		80 %	70 %	60 %	50 %	40 %	30 %
Szenarien für die Ausfallquote	1 %	20 Bp.	30 Bp.	40 Bp.	50 Bp.	60 Bp.	70 Bp.
	2 %	40 Bp.	60 Bp.	80 Bp.	100 Bp.	120 Bp.	140 Bp.
	3 %	60 Bp.	90 Bp.	120 Bp.	150 Bp.	180 Bp.	210 Bp.
	4 %	80 Bp.	120 Bp.	160 Bp.	200 Bp.	240 Bp.	280 Bp.
	5 %	100 Bp.	150 Bp.	200 Bp.	250 Bp.	300 Bp.	350 Bp.
	6 %	120 Bp.	180 Bp.	240 Bp.	300 Bp.	360 Bp.	420 Bp.
	7 %	140 Bp.	210 Bp.	280 Bp.	350 Bp.	420 Bp.	490 Bp.
	8 %	160 Bp.	240 Bp.	320 Bp.	400 Bp.	480 Bp.	560 Bp.
	9 %	180 Bp.	270 Bp.	360 Bp.	450 Bp.	540 Bp.	630 Bp.
	10 %	200 Bp.	300 Bp.	400 Bp.	500 Bp.	600 Bp.	700 Bp.

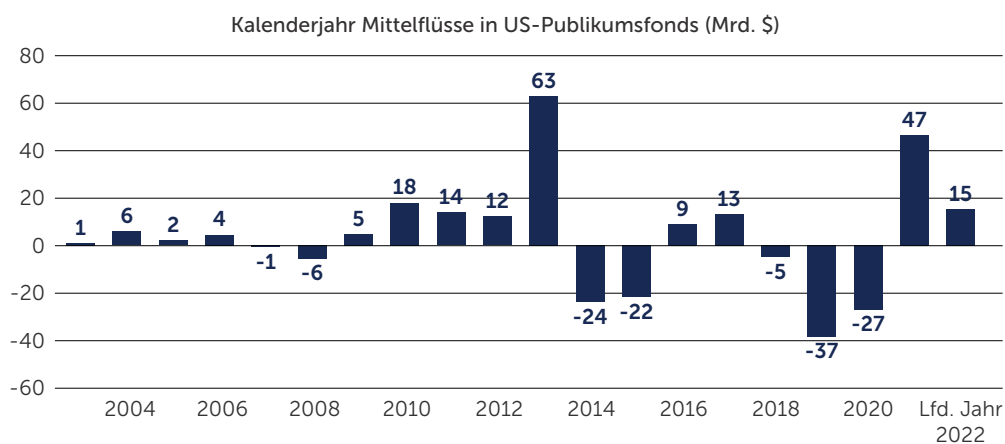
Quelle: Barings. Verlustquote bei Ausfall berechnet als die Ausfallrate multipliziert mit eins minus der Rückgewinnungsrate. Nur zu Illustrationszwecken. DIE WERTENTWICKLUNG DER VERGANGENHEIT IST KEIN HINWEIS AUF ZUKÜNFTIGE ERGEBNISSE.

5. Quelle: Credit Suisse. Stand: 28. Februar 2022. Die Loan-Spreads basieren auf der 3-Jahres-Diskontmarge.

6. Quelle: Credit Suisse. Stand: 31. Dezember 2021.

Mit dem Einsetzen der Zinserhöhungen hat sich die Stimmung der Anleger deutlich in Richtung Loans und weg von festverzinslichen Anlagen verlagert. Das zeigt der Anstieg der Nachfrage sowohl in den USA als auch in Europa. Nach rund zwei Jahren mit Abflüssen sind die Mittelflüsse in US-Publikumsfonds – einem wichtigen Nachfrager dieser Anlageklasse – im vergangenen Jahr ins Positive umgeschlagen und haben rund 45 Milliarden US-Dollar erreicht (**Abbildung 4**). Gleichzeitig ist die Ausgabe von Collateralized Loan Obligations (CLO), einem weiteren wichtigen Nachfrager für Darlehen, sowohl in den USA als auch in Europa im letzten Jahr stark angestiegen, und die Pipeline für neue Transaktionen ist nach wie vor gut gefüllt. Diese Nachfragedynamik hat technischen Rückenwind für globale Loans ausgelöst und dürfte die Anlageklasse auch in Zukunft unterstützen, da sowohl breit syndizierte Darlehen als auch CLOs variabel verzinst sind und kurzfristig höhere Zinsen zu erwarten sind.

Abbildung 4: Mittelflüsse in US-Publikumsfonds haben sich ins Positive verkehrt



Quelle: J.P. Morgan. Stand: 28. Februar 2022.

„Ohne einen signifikanten und beispiellosen Anstieg der Ausfallquoten auf über 10 % und vor dem Hintergrund von historisch höheren Rückgewinnungsraten gehen wir davon aus, dass die Anlageklasse der Loans weiterhin positive Renditen erwirtschaften wird, selbst wenn wir in Zukunft einen gewissen Anstieg der Ausfälle verzeichnen.“

Zentrale Erkenntnis

Wenn wir die Märkte heute betrachten, besteht unseres Erachtens eine interessante Anlagegelegenheit bei Loans, und zwar aus mehreren Gründen:

- Ein großer Teil des Marktes für vorrangig besicherte Darlehen hat eine niedrige Untergrenze für den Basiszinssatz, daher **ist oder wird ein bedeutenderer Teil der Anlageklasse innerhalb eines viel kürzeren Zeitraums wirklich variabel verzinst werden** und einen höheren Kupon zahlen.
- Die Fundamentaldaten der Unternehmen sind insgesamt nach wie vor solide, und die aktuellen Loan-Spreads scheinen die Anleger vor dem Hintergrund der Ausfälle angemessen zu entschädigen.
- Darlehen profitieren von **technischem Rückenwind** aufgrund der gestiegenen Nachfrage nach dieser Anlageklasse, die auf einen Zinserhöhungszyklus zusteuert.

Natürlich mangelt es nicht an Risikofaktoren, die es auch in Zukunft zu beachten gilt. Die langfristigen Auswirkungen des Russland-Ukraine-Konflikts lassen sich zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht quantifizieren und haben auf den Märkten zu erheblicher Unsicherheit geführt. Möglicherweise wird sich die Lage erst verschlechtern, bevor sie sich bessert, und Anleger werden in Zukunft zweifellos mit volatilen Märkten konfrontiert sein. Dennoch ist zu erwähnen, dass volatile Zeiten Chancen für aktive Bottom-up-Manager hervorbringen können (und dies oft auch tun), um Alpha zu generieren. Wir haben dies bei verschiedenen Marktereignissen erlebt: von der Staatsschuldenkrise über die Rohstoffkrise bis hin zum Abverkauf nach dem Ausbruch des Coronavirus. In diesem Auf und Ab ist jedoch Wachsamkeit geboten. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, kann eine konsequente Ausrichtung auf Fundamentaldaten und eine Bottom-up-Analyse der einzelnen Kredite dazu beitragen, Emittenten zu identifizieren, die über die aktuellen Ereignisse hinaus erfolgreich sein können.

MEHRSTUFIGER SCHUTZ GEGEN KREDITRISIKEN

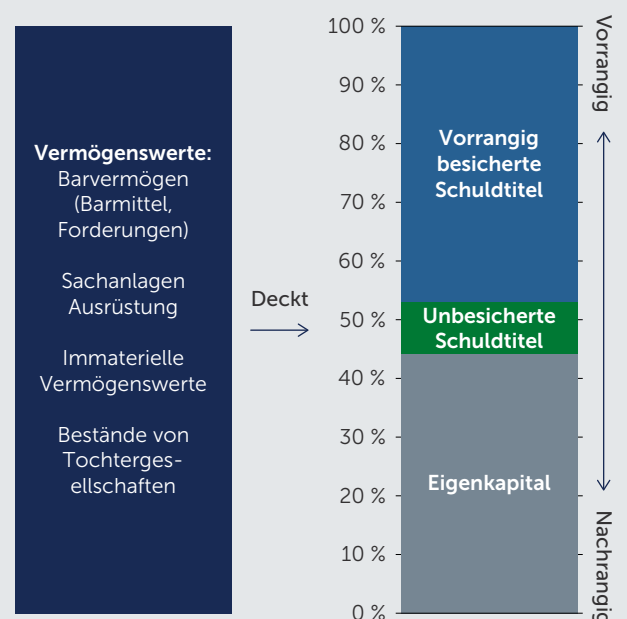
Vorrang in der Kapitalstruktur:

Senior Secured Loans sind in der Kapitalstruktur emittierender Unternehmen in der Regel vorrangig vor anderen ausstehenden Verbindlichkeiten, einschließlich High-Yield-Anleihen. Dieser Vorrang bedeutet, dass die Zins- und Tilgungszahlungen für das Darlehen vor den Zahlungen anderer Gläubiger geleistet werden müssen. Im Falle eines Zahlungsausfalls werden die Inhaber von Senior Secured Loans üblicherweise zudem vor den Inhabern unbesicherter und nachrangiger Schuldtitel, Kapitaleignern und sonstigen Gläubigern ausgezahlt. Die unteren Teile der Kapitalstruktur (unbesicherte/nachrangige Schuldtitel und Eigenkapital) können vorrangige Schuldtitel bei einem Ausfall gegen Verluste abfedern.

Sicherheit:

Senior Secured Loans sind durch einige oder alle Vermögenswerte eines Kreditnehmers besichert. Diese Sicherheit bietet Anlegern einen zusätzlichen Schutz gegen Kreditrisiken, da besicherte Darlehen bei einem Ausfall in der Regel einen erstrangigen Anspruch auf die Vermögenswerte des Kreditnehmers haben.

Illustrative Kapitalstruktur – Senior Secured Loans



Quelle: S&P LCD Global and European Leveraged Lending Reviews.

Barings ist ein globaler Investmentmanager mit mehr als 391 Milliarden Dollar verwaltetem Vermögen, der differenzierte Möglichkeiten sucht und langfristige Portfolios in öffentlichen und privaten Renten-, Immobilien- und spezialisierten Aktienmärkten aufbaut. Mit Anlageexperten in Nordamerika, Europa und im asiatisch-pazifischen Raum ist das Unternehmen, eine Tochtergesellschaft von MassMutual, bestrebt, seinen Kunden, Gemeinden und Mitarbeitern zu dienen, und setzt sich für nachhaltige Praktiken und verantwortungsbewusste Investitionen ein.*

WICHTIGE HINWEISE

In diesem Dokument enthaltene Prognosen beruhen auf den Markteinschätzungen von Barings zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich in Abhängigkeit von zahlreichen Faktoren jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Vorhersagen, Projektionen oder Prognosen lassen nicht unbedingt auf zukünftige oder wahrscheinliche Entwicklungen schließen. Jede Anlage birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die erzielten Erträge können steigen oder sinken und werden weder von Barings noch von einer anderen Person garantiert. **DIE WERTENTWICKLUNG DER VERGANGENHEIT IST NICHT UNBEDINGT EIN HINWEIS AUF ZUKÜNFTIGE ERGEBNISSE.** In diesem Dokument dargestellte Anlageergebnisse, Portfoliozusammensetzungen und/oder Beispiele dienen lediglich der Veranschaulichung und sind kein Hinweis auf zukünftige Anlageergebnisse, Portfoliozusammensetzungen oder Anlagen. Die Zusammensetzung, der Umfang und die Risiken, die mit einer Anlage verbunden sind, können erheblich von den in diesem Dokument aufgeführten Beispielen abweichen. Es werden keine Zusicherungen gemacht, dass eine Anlage rentabel sein wird bzw. keine Verluste erleiden wird. Unter Umständen können Wechselkursveränderungen den Wert von Anlagen beeinflussen. Potenzielle Anleger sollten die Angebotsunterlagen lesen, um sich über die Einzelheiten und spezifischen Risikofaktoren der im vorliegenden Dokument vorgestellten Fonds/Strategien zu informieren.

Barings ist der Markenname für die Vermögensverwaltung und die entsprechenden Geschäftsbereiche von Barings LLC und seinen verbundenen Unternehmen weltweit. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited und Barings Singapore Pte. Ltd. sind miteinander verbundene Finanzdienstleistungsunternehmen im Besitz von Barings LLC (einzeln jeweils als „verbundenes Unternehmen“ bezeichnet). Einige verbundene Unternehmen können als Introducer oder Vertriebspartner für die Produkte und Dienstleistungen anderer verbundener Unternehmen agieren und für die Ausübung dieser Funktion eine Vergütung erhalten.

KEIN ANGEBOT: Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen in irgendeiner Rechtsordnung dar. Die hierin enthaltenen Informationen wurden ohne Berücksichtigung der Anlageziele, finanziellen Lage oder speziellen Bedürfnisse der jeweiligen Person zusammengestellt, die dieses Dokument erhält. Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung, Anlageempfehlung, Finanzanalyse oder Empfehlung über die Eignung oder Angemessenheit eines Wertpapiers, eines Rohstoffs, einer Anlage oder einer bestimmten Anlagestrategie dar, darf nicht als solche behandelt werden und auch nicht als Projektion oder Vorhersage ausgelegt werden.

Sofern nicht anders vermerkt, geben die in diesem Dokument enthaltenen Ansichten die Sichtweisen von Barings wieder. Diese Ansichten stützen sich nach Treu und Glauben auf die zum Zeitpunkt der Erstellung bekannten Tatsachen und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Einzelne Portfoliomanagementteams können andere Ansichten als die hier geäußerten Meinungen vertreten und für verschiedene Kunden andere Anlageentscheidungen treffen. Teile dieses Dokuments können auf Informationen beruhen, die aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten. Obwohl alle Anstrengungen unternommen werden, um sicherzustellen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen korrekt sind, macht Barings keine Zusicherungen oder Garantien, weder ausdrücklich noch stillschweigend, bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der Informationen.

Im vorliegenden Dokument beschriebene Dienstleistungen, Wertpapiere, Anlagen oder Produkte sind für manche potenziellen Anleger möglicherweise nicht geeignet oder in ihrer Rechtsordnung möglicherweise nicht erhältlich.

Urheberrechte und Schutzmarken

Copyright © 2022 Barings. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dürfen für Ihre persönlichen Zwecke verwendet, jedoch nicht ohne die Zustimmung von Barings verändert, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Der Name und das Logo von BARINGS sind Schutzmarken von Barings und beim Patent- und Markenamt der Vereinigten Staaten (USPTO) und in anderen Ländern weltweit registriert. Alle Rechte vorbehalten.

WEITERE INFORMATIONEN FINDEN SIE AUF [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*Per 31. Dezember 2021

22-2077353