

Die zentrale Bedeutung von Recovery Rates

Bei Kreditanlagen liegt das Hauptrisiko darin, dass Schuldner ihre Verpflichtungen nicht bedienen. In solchen Fällen drängt sich die Frage auf, wie viel vom investierten Kapital und offenen Forderungen «gerettet» werden kann. Der Recovery Value drückt genau das aus. Im Timeout beschreiben wir, weshalb diesen Recovery Values für uns eine zentrale und vielfach unterschätzte Bedeutung zukommt.

Ausgangslage

Wer Kredite vergibt oder in Anlagen mit Kreditrisiko investiert, muss akzeptieren, dass diese evtl. nicht umfassend und korrekt zurückgezahlt werden. Wird eine offene Forderung des Gläubigers, worunter auch Coupons fallen, nicht bedient, spricht man von einem Zahlungsausfall (Default). Dieses Risiko wird durch die Kreditrisikoprämie entschädigt. Je höher das Ausfallrisiko, desto höher in der Regel die geforderte Prämie. Ratingagenturen schätzen diese Ausfallrisiken aller Arten von Emittenten und Instrumenten ein. Je höher ihr Rating, desto geringer ihr unterstelltes Ausfallrisiko. Ratings variieren von AAA bis D. Investment Grade umfasst Ratings von AAA bis BBB-. Sub-IG startet bei BB+ und endet bei C-. D steht für Default.

Was passiert bei Defaults?

Wenn eine Kreditanlage ausfällt, ist die Geschichte für den Anleger noch lange nicht vorüber oder vorbei. Ein Ausfall darf keinesfalls mit einem Totalverlust der Investition gleichgesetzt werden. Vielmehr erfolgt in der Regel eine sogenannte Restrukturierung. Diese regelt im Wesentlichen die Verteilung aller noch zur Verfügung stehenden Vermögenswerte des säumigen Schuldners sowie die Ausarbeitung einer neuen Kapitalstruktur. Bei dieser Verteilung von Vermögenswerten (gemäss Kollokationsplan) werden sämtliche noch offenen Forderungen aller involvierten Parteien (Arbeitnehmer, Geschäftspartner, Staat, Kreditgeber, und andere) gegenüber der Firma aufgelistet und grundsätzlich nach Priorität der Forderung bedient.

Je höher eine Forderung in der Kapitalstruktur des Schuldners steht, desto früher darf der Gläubiger bei der Verteilung der Vermögenswerte zugreifen. Falls bestimmte Besicherungen und Sicherheiten als Pfand für den Kredit gedient haben, darf der Gläubiger grundsätzlich explizit auf diese zurückgreifen.

Entsprechend ist es durchaus denkbar und auch in der Praxis in unzähligen Fällen gut dokumentiert, dass ein Kreditgeber trotz eines Ausfalls sein ganzes investiertes Kapital plus alle offenen Forderungen retten kann. In gewissen Fällen kommen sogar noch bestimmte Zuschüsse (Penalties) für die Umstände hinzu, womit seine final realisierte Rendite sogar über der ursprünglich erwarteten Rendite liegen kann.

Loss Rates als Risikomass

Aus Investorensicht sollte daher nicht nur das Ausfallrisiko analysiert werden, sondern die sogenannte erwartete Loss Rate von Kreditanlagen. Wir haben das bereits im Timeout Nr. 41 vorgestellt und seither in diversen Timeouts zu Kreditanlagen diskutiert. Loss Rates berechnen den erwarteten Verlust, indem sie Ausfallwahrscheinlichkeiten mit erwarteten Recovery Values verrechnen. Die Formel ist trivial und lautet:

$$LR = \text{erw. Ausfallw'keit} * (1 - \text{erw. Recovery Value})$$

Die Ausfallwahrscheinlichkeit wird mit dem Betrag multipliziert, der nicht gerettet werden kann. Man spricht anstelle von Loss Rate auch von Loss Given Default. Folgende einfache, realitätsnahe Beispiele veranschaulichen die Funktionsweise der Loss Rate.

Fall A, der riskant anmutet, ein tiefes Rating aufweist, aber ziemlich harmlos ist: Hohe Ausfallwahrscheinlichkeit von 6%, mit hohem erw. Recovery Value 90%.

$$LR = 6\% * (1 - 90\%) = 0.6\%$$

Fall B, der risikoarm wirkt, ein gutes Rating aufweist, aber mehr Verlustpotenzial mit sich bringt: Tiefe Ausfallwahrscheinlichkeit von 1.5%, aber mit einem viel tieferen erwarteten Recovery Value von nur 20%.

$$LR = 1.5\% * (1 - 20\%) = 1.2\%$$

Die Loss Rate für den Fall B ist doppelt so hoch, obwohl die Ausfallwahrscheinlichkeit vier Mal tiefer ist als in Fall A. Die hohe Bedeutung der Recovery Rates wird damit offensichtlich. Gleichzeitig reduziert sich die Bedeutung des reinen Ausfallrisikos alleine.

Bestechend am Modell der Loss Rates ist für uns erstens, dass man erwartete Loss Rates direkt den heute erzielbaren Verfallsrenditen gegenüberstellen kann. Verfallsrenditen widerspiegeln die Rendite einer Kreditanlage für einen Buy-and-Hold-Investor bis zur

Maturität. So viel Rendite ist im besten Fall, d.h. ohne Ausfall möglich. Der Vergleich dieser Verfallsrenditen mit erwarteten Loss Rates setzt die Rendite direkt mit dem Risiko ins Verhältnis! Zweitens erlauben Loss Rates gute Diskussionen im Rahmen von Szenarioanalysen. Man kann mit den Inputvariablen spielen und schauen, wie viel Marge eine bestimmte Anlageklasse aufweist zwischen Verfallsrendite und Verlustrisiko. Wer glaubt, dass HY-Anleihen künftig häufiger ausfallen oder Loans in Zukunft tiefere Recovery Values bieten, kann das selbst modellieren.

Wo liegt nun das Problem?

Ein Teil des Problems liegt darin, dass die grossen Ratingagenturen (fast) nur die Ausfallwahrscheinlichkeit in ihren Ratings für Kreditinstrumente reflektieren und nicht die Loss Rates. Im Gespräch mit Loans-Managern wird unsere Wahrnehmung bestätigt und geteilt. Moodys publizierte selbst Papers, die zeigen, dass Recovery Values von Syndicated Loans weit über denjenigen von HY-Anleihen liegen. Aber die Ausfallwahrscheinlichkeiten fallen ähnlich hoch aus, weshalb auch ähnliche Ratings vergeben werden. Würden Ratings basierend auf Loss Rates vergeben, lägen diese für Loans ein bis zwei Notches höher!

Wir machen den Ratingagenturen keinen Vorwurf. Offenbar ist eine grosse Mehrheit der Anlegerschaft mit dem Prozess für Ratingvergaben einverstanden. Anders lässt sich die Treue beim Einsatz von Ratings kaum erklären (und das trotz den seit der Finanzkrise bestens bekannten Anreizproblemen, weil nach wie vor die Emittenten für ihre Ratings zahlen). Wir geben bloss zu bedenken, dass der Blick auf Ratings alleine noch keine aussagekräftigen Schlüsse über praxisrelevante Verlustrisiken zulässt. Ein Kreditportfolio mit tiefen Ausfallwahrscheinlichkeiten und hohen Ratings weist evtl. trotzdem hohe Verlustrisiken auf, wenn die Recovery Rates tief sein werden. Umgekehrt kann ein Portfolio bestehend aus Emittenten und Instrumenten mit tiefen Ratings geringere Verlustrisiken aufweisen, solange die Recovery Values hoch sein werden.

Konkrete Daten und Vergleiche von Anlageklassen

Hier einige langfristige Datenpunkte zur Orientierung: Die Ausfallraten für HY-Anleihen und Senior Secured Loans liegen gemäss JP Morgan in den letzten 25 Jahren in etwa auf Augenhöhe. Konkret sind das Dollar-gewichtet rund 3.0% pro Jahr für HY-Anleihen und knapp 2.6% für Loans. Entsprechend erstaunt es nicht, dass die Anlageuniversen beider Klassen auch vergleichbare Ratingaufteilungen aufweisen (wobei

heute die Ratingqualität unter den Anleihen höher ist als unter den Loans dank mehr BB und weniger B).

Berücksichtigt man die historischen Recovery Values, finden sich grosse Unterschiede in den JPM-Daten (analog zu anderen Daten inkl. Ratingagenturen). HY-Anleihen erreichen im Schnitt 40% Recovery Value, während Loans bei knapp 65% landen, gemessen anhand der Preise 30 Tage nach Ausfall. Ultimate Recoveries (Recovery Values nach Restrukturierung) liegen für die Loans im Schnitt sogar bei rund 75%. Entsprechend resultieren tiefere Loss Rates für Loans als für HY-Anleihen.

Erwartete Recovery Values als Alpha-Quelle

Recovery Values sind für das aktive Management von Kreditportfolios zentral, weil sie eine enorm wichtige Alphaquelle darstellen. Wenn der Marktpreis für einen Kredit unterhalb des erwarteten Recovery Values liegt, lohnt sich ein Verkauf wohl nicht, weil man via Restrukturierung eben weniger Geld verliert. Und das unabhängig vom Rating des Titels. Falls ein Manager fähig ist, Recovery Values gut zu schätzen, verbessert sich seine Ausgangslage für aktives Management signifikant, weil er sich orientieren kann, zu welchem Preis ein Verkauf noch attraktiv wäre und ab welchem Preis er besser einen Ausfall akzeptiert und via Restrukturierungsprozess den Verlust minimiert.

Das erklärt, weshalb erfolgreiche Kreditmanager so viel Wert auf erfahrene Kreditanalysten legen (und so wenig auf Ratings grosser Agenturen). Es sind solche Analysten, die in mühsamer Detailarbeit Bilanzen und Kreditverträge lange studieren, um die bestmögliche Schätzung für erwartete Recovery Values von Titeln zu erarbeiten. Hinzu kommt die aus der Behavioral Finance bekannte praktische Herausforderung von Schätzungen kleiner Wahrscheinlichkeiten. Wie soll ein Analyst fundiert beurteilen, ob ein Ausfall eher mit 4% als mit 2% eintreten könnte? Und das notabene in einem von hoher Unsicherheit geprägten Umfeld.

Diese Überlegungen führen zur Einsicht, dass wir bei der Auswahl von Kreditmanagern nicht nur bisherige Ausfälle beurteilen sollten, sondern ihre Loss Rates. Manager, die uns mitteilen, sie hätten noch nie einen Ausfall erlitten, wecken den Eindruck, dass sie wohl schon Titel unterhalb des Recovery Values verkauft haben. Vielleicht aus Angst vor Defaults? Manager, die hohe Recovery Values demonstrieren, haben hingegen bessere Chancen, Verlustrisiken zu limitieren und im Endeffekt die höheren Renditen zu erzielen.