Leveraged loans versus high yield

Beschrijving

Leveraged loans en high yield obligaties zijn alle twee schuldtitels zonder investment grade beoordeling. Alleen staan leveraged loans, in tegenstelling tot wat hun naam doet vermoeden, hoger in rang dan high yield obligaties. Het kredietrisico is dus kleiner en de vergoeding ligt tegenwoordig zelfs hoger. Dat komt door de structuur. Leveraged loans betalen over het algemeen een variabele rente â?? meestal libor â?? plus een vaste opslag. De rentevergoeding heeft dus sterk geprofiteerd van de renteverhogingen door de centrale banken. Dat maakt ze ook geschikt voor beleggers die een verder stijgende rente vrezen.

Features of SSLs and High Yield bonds

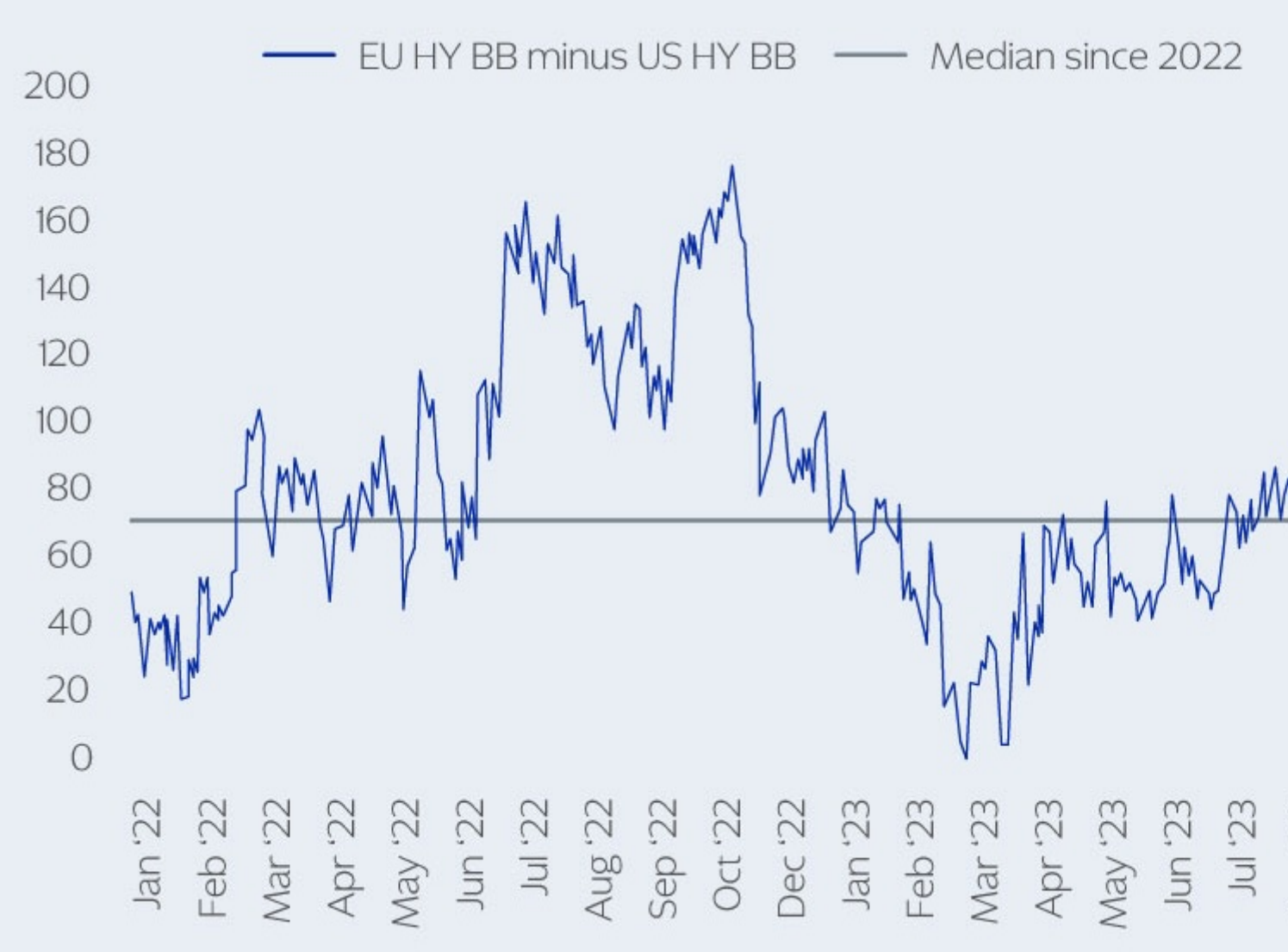
Debt type	SSLs		High
	1st lien loans	2nd lien loans	Senior
Floating/fixed	Floating		Fixed
Tenor	5-7 years	5-8 years	7-10
Prepayment	Yes		No
Seniority	Senior secured		Senior unsecu
Secured	Yes		Somet
Call protection	Sometimes, but typically less than 1 year		Yes

Verder hebben leveraged loans over het algemeen een wat minder lange looptijd, maar door de variabele rente ligt de duration van leveraged loans toch al dichtbij nul. Verder is de samenhang van leveraged loans met andere delen van een obligatieportefeuille, zoals staats- en bedrijfsobligaties relatief laag. Ze zorgen dus voor diversificatie. Die variabele rente zorgt ook voor een vrij stabiele koersontwikkeling en een lage volatiliteit. Verder beweegt de variabele rente door de libor-component veel meer mee met de inflatie dan de vaste rente op gewone obligaties, wat leveraged loans ook geschikt maakt voor geÃ¯ndexeerde verplichtingen. Hieronder het rendement over de eerste negen maanden van dit jaar.

Rate Type	Asset Class	YTD Total Return
Fixed	US High Yield	6.0%
	European High Yield	6.4%
Floating	US Loans	10.2%
	European Loans	11.7%
	CLO BBs	16.0%
	CLO BBBs	12.4%

High yield obligaties

Eind jaren tachtig ontstond de markt voor high yield obligaties, obligaties met een beoordeling beneden investment grade. De grote pioneer op dit gebied was Drexel Burnham Lambert. Vanwege het ontbreken van een kredietbeoordeling werden deze obligaties ook wel junk bonds genoemd. Drijvende kracht bij Drexel was Michael Milken die de hausse aan leveraged buyouts financierde in de jaren tachtig. In 1989 werd Milken door Rudy Giuliani aangeklaagd en veroordeeld voor belastingontduiking, fraude en handel met voorkennis. Waar eerst high yield-obligaties vooral werden gekocht door hedgefondsen, ontstonden later ook â??reguliereâ?? fondsen als onderdeel van plain vanilla beleggingsportefeuilles. De selectie van zoâ??n fundmanager was relatief eenvoudig, als er Ã©Ã©n of meer mensen vroeger bij Drexel hadden gewerkt dan zat het wel goed.



Voordeel van het beheren van high yield obligaties is dat er met enige regelmaat een bedrijf omvalt. Zoâ??n beheerder weet dan ook exact wat die moet doen om verliezen te beperken. Wanneer in een investment grade portefeuille opeens een debiteur omvalt (jump to default) is er paniek in de tent. Vaak worden dergelijke obligaties dan verkocht op veel lagere koersen dan de uiteindelijke terugwinning. Deze expertise in combinatie met de relatief hoge â??carryâ?? maakt van high yield een aantrekkelijke beleggingscategorie, maar ook een categorie waar het loont om in- en uit te stappen. Vuistregel is dat de compensatie voor het kredietrisico boven de 4 procent moet liggen om over de cyclus voldoende vergoeding te ontvangen voor het gelopen risico. Bovendien hebben high yield beleggers de neiging om in paniek te raken, waardoor er deze eeuw enkele bijzonder aantrekkelijke instapmomenten zijn geweest. Op dit moment ligt die opslag (option-adjusted spread of OAS) echter op circa 4 procent. Op zich een prima vergoeding, maar gegeven het punt in de kredietcyclus ook niet meer dan dat.

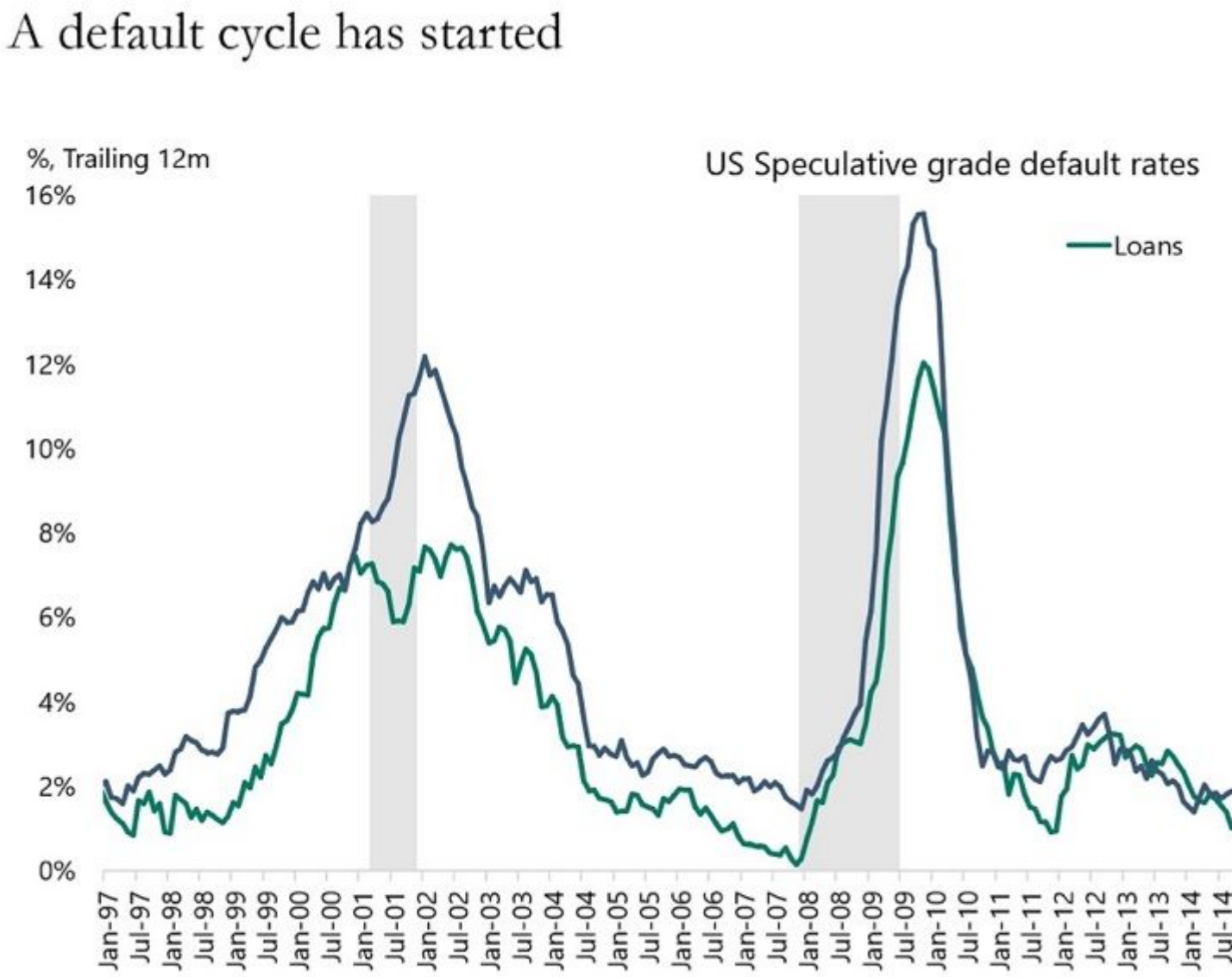
Leveraged loans

In de jaren tachtig groeide ook de markt voor bankleningen sterk en werden ook debiteuren zonder een investment grade rating daarmee gefinancierd. Om het onderscheid tussen investment grade en non-

investment grade duidelijk te maken werd voor de toevoeging van â??leveragedâ?? gekozen. Alleen kreeg alles met â??leverageâ?? tijden de Grote FinanciÃ«le Crisis een slechte naam, daarom werd toen meestal gekozen voor Senior Secured Loans, maar strikt genomen vallen hier ook de investment grade loans onder.

	US High Yield	European High Yield	US Leveraged Loans	Leve
YTM (%)	9.2%	8.0%	10.4%	
Spread (bps)	430	489	482	
Price	87.1	87.5	96.0	

Een belangrijk verschil tussen leningen en obligaties (ook bij investment grade) is dat er bij een lening zekerheden worden gesteld (vandaar â??secured). Een simpel voorbeeld van een zekerheid is iemand die een hypotheek neemt op een huis. Het huis geldt als het onderpand voor de financiering. Bij een lening aan een bedrijf gaat het vooral om een claim op de onderliggende kasstromen. Natuurlijk kan dat ook op harde activa, maar een groot voordeel van kasstromen is dat er weinig actie ondernomen hoeft te worden om die te innen. Een syndicaat van banken stelt een convenant op waaraan moet worden voldaan en welke uitwinningsmogelijkheden er zijn. Door de ze claim op de kasstromen in combinatie met een doorlopend inzicht in de bedrijfsactiviteiten, zijn de verliezen op leveraged loans veel lager dan de verliezen op high yield. Aanvankelijk bestond het syndicaat bij loans vooral uit banken, tegenwoordig zijn de kopers van leveraged loans vooral eindbeleggers. Leveraged loans zijn geen effecten en ook niet geregistreerd bij de SEC, toch is er een levendige secundaire markt in dergelijke leningen.

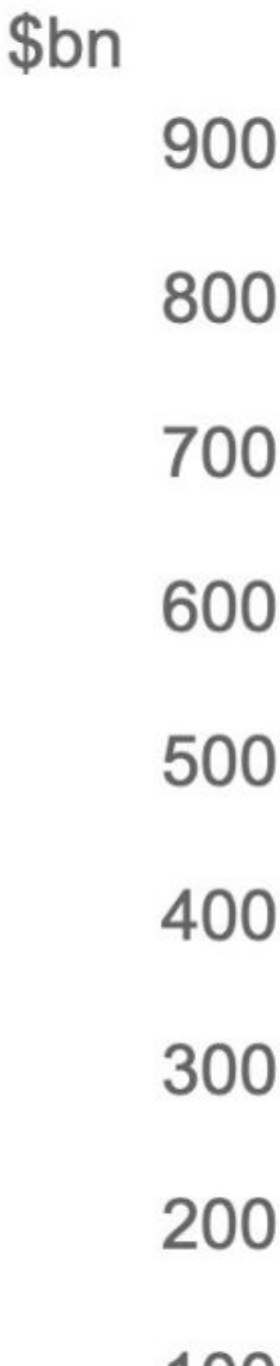


Conclusie

Tegenwoordig zijn er steeds meer high yield obligaties die afgedekt zijn met onderpand (maar liefst 60 procent van de nieuwe uitgifte), tegelijkertijd zijn er bij leveraged loans ook leningen waar er niet of nauwelijks sprake is van een convenant, al hangt dit sterk samen met de kredietcyclus. Leveraged loans richten zich ook vrijwel uitsluitend op door private equity gefinancierd bedrijven, terwijl high yield obligaties voor daarbuiten financiert. Op dit moment zijn de spreads wat hoger in loans dan in high yield bonds, en dat is gegeven de onderliggende kwaliteit niet correct. Als we echter een portefeuille van loans vergelijken met en portefeuille met high yield bonds dan dan zijn de verschillen gecorrigeerd voor risico minder groot. Inmiddels heeft 50 procent van de Amerikaanse high yield markt en 60 procent van de Europese high yield markt minimaal een BB-beoordeling (de hoogste beoordeling sub-investment grade). Verder handelen high yield obligaties tegen lagere prijzen (duidelijk beneden pari) wat betekent

dat er sprake is van meer convexiteit (koersen kunnen oplopen). Een dalende rente is een risico voor leveraged loans, omdat dan ook leningen dan vervroegd kunnen worden afgelost (op pari). Toch gaat de voorkeur voorlopig uit naar leveraged loans, ook omdat kredietverliezen in de komende jaren waarschijnlijk zullen oplopen.

High yield maturity wall



Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer