

Credit Insight: 28. Januar 2021 / MEM

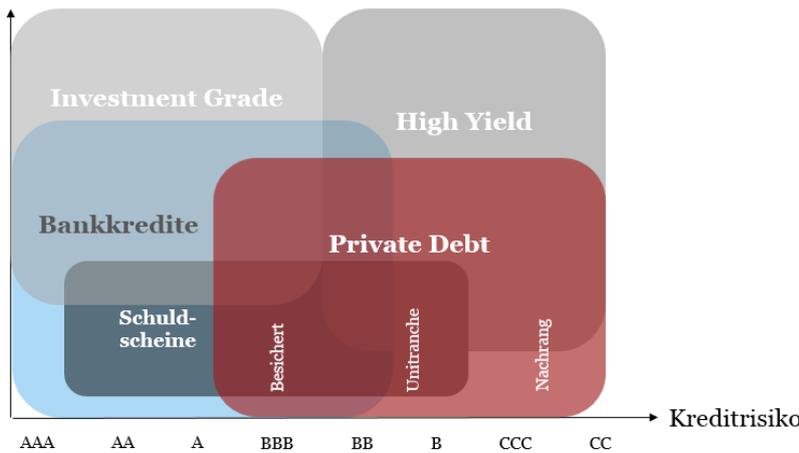
Alternativen im Tiefzinsumfeld – Private Debt Teil 1

Der Aufstieg von Private Debt in Europa

Während die direkte Kreditvergabe (Direct Lending) in Europa heute noch eine untergeordnete Rolle spielt, ist diese in den USA seit Jahren ein wichtiges Instrument zur Finanzierung von kleinen, mittleren aber auch grossen Unternehmen. Da gerade die europäische Wirtschaft von unzähligen Mittelstandsunternehmen getragen wird, beobachten wir zunehmend auch in unseren Breitengraden, dass sich Investoren mit langfristigem Anlagehorizont aktiv mit der Anlageklasse Private Debt auseinandersetzen. Durch die seit der Finanzkrise 2007/2008 verstärkte Regulierung der Banken (Basel III und IV) und den durch die künstlich tief gehaltenen Zinsen ausgelösten Anlagenotstand, hat die direkte Kreditvergabe zuletzt auch auf Kosten von traditionellen Finanzierungsformen für Investoren an Bedeutung gewonnen. So kommt es immer häufiger vor, dass sich Schuldner von der klassischen Kreditvergabe (Bankkredite, Anleihen, Schuldscheine, etc.) abwenden und alternative Finanzierungsquellen erschliessen.

Abbildung 1: Verdrängungseffekt – Private Debt substituiert klassische Finanzierungsformen

Kreditvolumen



Immer häufiger fehlt mittelgrossen Unternehmen mit kapitalintensiven Geschäftsmodellen (Immobilien, Infrastruktur, etc.) oder klassischen Wachstumsunternehmen mit stark zunehmendem Kapitalbedarf der Zugang zur Bankenfinanzierung. Gleichzeitig haben Mittelstandsanleihen aufgrund von inflationierten Ratings und zahlreicher Ausfälle an Reputation eingebüsst. Als Folge der Covid-19 Pandemie wird es mittelfristig vermehrt zu Rating-Abstufungen von mittelständischen Unternehmen kommen, weshalb klassische Finanzierer in diesem Bereich zurückhaltender agieren. Hier hilft oft die Flexibilität von alternativen Finanzierungen wie Private Debt. Neben Immobilien- und Infrastrukturprojektfinanzierungen haben in Europa zuletzt Unternehmensfinanzierungen stark an Bedeutung gewonnen. Immer häufiger anzutreffen sind auch Spezialfinanzierungen, zum Beispiel für Schiffe, Hochseekabel, Beleuchtungsanlagen, Ölplattformen oder Filmrechten.

Abbildung 2: Formen und Faktoren von Private Debt

Private Debt (Direct Lending)	
	Real Estate Infrastructure Corporates Sonstige
Instrument-spezifische Faktoren	<ul style="list-style-type: none"> Performing / Distressed / Special Situations / Venture Debt Beurteilung Sicherheiten: Secured / Unsecured Kapitalstruktur: Senior / Junior / Subordinated / Unitranchen Laufzeit / Durationsrisiken Verzinsung: PIK / Variabel / Fix
Geschäftsrisikoprofil	<ul style="list-style-type: none"> Diversifikation: Region / Produkte / Kunden Marktposition Nachhaltigkeit Geschäftsmodell Eigentümerstruktur / Sponsor
Finanzrisikoprofil	<ul style="list-style-type: none"> Verschuldungssituation (Leverage / Asset Cover) Liquidität Cash-Flows

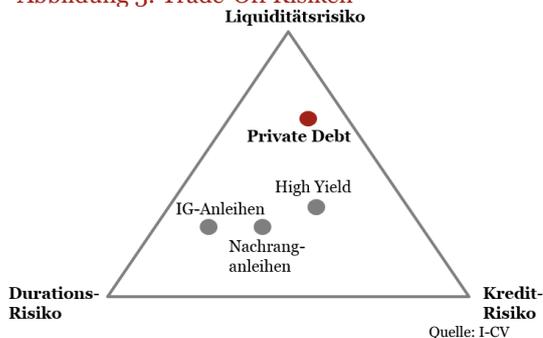
Quelle: I-CV

Typischerweise sind Private Debt Engagements besichert oder mit Garantien ausgestattet. Am weitesten verbreitet sind sogenannte Unitranchen (nur ein Fremdkapital-Instrument zur Finanzierung). Bei dieser Form von Private Debt werden Darlehen an kreditwürdige Unternehmen vergeben (Performing-Loans). Gängig sind auch Finanzierungen von Akquisitionen oder von Management respektive Leveraged Buyouts. Dank der übersichtlichen Kapitalstruktur, der tiefen Anzahl Gläubiger und der vorteilhaften Eigentümerstruktur (Sponsor der Transaktion ist häufig ein Private Equity Unternehmen) wird nicht selten sogar im Falle einer Neuverhandlung des Kredites eine positive Rendite erreicht. Hinzu kommt, dass dank der üblicherweise variablen Verzinsung von Private Debt ein Schutz vor steigenden Zinsen vorhanden ist. Für die Bonität vorteilhaft ist, wenn die kreditnehmenden Unternehmen über ein starkes Produkt in einem attraktiven Nischenmarkt verfügen oder Sicherheiten (Immobilien, Working Capital, etc.) anbieten können.

Wachsendes Angebot trifft auf höhere Nachfrage

Das stark wachsende Angebot trifft auf eine steigende Nachfrage seitens Investoren, welche die instrumentenspezifischen Charakteristika von Private Debt als sinnvolle Ergänzung der Anlagestrategie erachten. Dies vor dem Hintergrund, dass Investoren aktuell beträchtliche Durations- und Kreditrisiken eingehen müssen, um eine bescheidene Rendite zu erzielen. Der attraktiven Rendite von Private Debt Investments steht jedoch aufgrund der stark eingeschränkten Handelbarkeit eine tiefe Liquidität gegenüber (Illiquiditätsrisiko). So ist es fast unmöglich, ein einmal eingegangenes Engagement zu attraktiven Preisen zu veräussern. Zudem ist die Bonität der einzelnen Kreditnehmer, nicht zuletzt aufgrund der fehlenden Grösse der Unternehmen (EBITDA i.d.R. < EUR 100 Mio.) und Konzentrationsrisiken im Geschäftsprofil, häufig dem tiefen Non-Investment-Grade Segment zuzuordnen.

Abbildung 3: Trade-Off Risiken



Das Liquiditätsrisiko wird über eine messbare Illiquiditätsprämie abgegolten, während dem Kreditrisiko durch eine entsprechende Diversifikation sowie einer umfassende Kreditanalyse Rechnung getragen werden muss. Aufgrund der wirtschaftlichen Verwerfungen durch die Covid-19 Pandemie wird es in den nächsten Jahren zu einem starken Anstieg von Unternehmensinsolvenzen und Zahlungsausfällen kommen, weshalb sich eine enge und laufende Überwachung der Kreditrisiken stärker denn je aufdrängt. Die Durations-Risiken sind dank der üblicherweise variablen Verzinsung der Kredite tief (Inflationsschutz). Die Bonitätsprüfung, das Sourcing sowie die Kreditvergabe sind jedoch äusserst ressourcenintensiv (hohe Kosten). Eine direkte Kreditvergabe lohnt sich deshalb erst ab einem Investitionsvolumen von ca. EUR 10 Mio. Um ein einigermaßen diversifiziertes Portfolio aufzubauen, müssten daher mindestens EUR 300 Mio. investiert werden. Dies ist mitunter ein Grund, weshalb sich Investoren häufig für Fondslösungen entscheiden.

Private Debt als attraktive Ergänzung im Finanzierungsmix

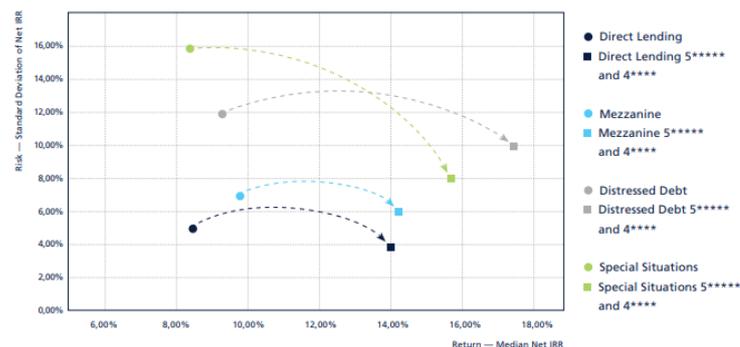
Im aktuell herausfordernden Marktumfeld sind attraktive Investitionsmöglichkeiten rar geworden. Entsprechend lohnt es sich für langfristig orientierte Investoren der Asset Klasse Private Debt zunehmende Aufmerksamkeit zu widmen. Zahlreiche Kunden von uns haben sich in den letzten Jahren im Bereich Private Debt exponiert und sich dabei insbesondere bei Direct Lending Transaktionen auf die Kreditexpertise von I-CV verlassen. Wir gehen davon aus, dass es in den nächsten Jahren immer schwieriger wird, die historischen Überrenditen von Private Debt Investments zu realisieren. Die steigende Nachfrage aber auch das makroökonomische Umfeld werden die Renditen belasten. Nicht zuletzt aufgrund von Covid-19 ist deshalb die disziplinierte Selektion von Managern (umfassende Due Diligence), die Bonitätsprüfung von Einzelinvestments und die laufende Kreditrisikoüberwachung von Private Debt Fonds entscheidend für den langfristigen Anlageerfolg. Dabei kann es sich lohnen, bei diesen ressourcen- und knowhow-intensiven Schritten auf unabhängige externe Partner abzustellen. Gerne präsentieren wir Ihnen im zweiten Teil unseres Credit Insights (Alternativen im Tiefzinsumfeld – Private Debt; geplante Veröffentlichung 8.2.2021) konkrete Lösungsansätze für ein erfolgreiches Investieren in dieser spannenden Anlageklasse.

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.

Wie historische Auswertungen zeigen (siehe Abbildung 4), liessen sich bei Private Debt Fonds in der Vergangenheit und im Querschnitt Renditen im Bereich von 8% - 10% realisieren (d.h. eine hohe Überrendite im Vergleich zu High-Yield Fonds). Zu dem interessanten Risiko-Rendite Verhältnis tragen tiefe Ausfallraten sowie bisher hohe Verwertungsquoten bei.

Abbildung 4: Renditen von Private Debt Fonds und Selektionseffekt



Quelle: Remaco / Böni & Zimmermann (2021), Private Debt Quarterly, Investment Universe Report, Q4 / 2020, Seite 7.

Wie Remaco in ihrem Private Debt Quarterly Report (**Private Debt Quarterly Remaco**) verdeutlicht, kann eine sorgfältige Fonds-Selektion nicht nur die Renditen substanziell erhöhen. Die Selektion bewirkt auch eine Reduktion der Risiken, hier gemessen an der Standardabweichung der Netto-IRRs (vgl. Abb. 4). Ähnlich dem Morningstar-Verfahren (für Mutual Funds) untersucht Remaco das verfügbare Gesamtuniversum an Private Debt Fonds regelmässig und erstellt ein Ranking. Die Top 10% aller Fonds erhalten fünf Sterne, die folgenden 22,5%, 35%, 22,5% und 10% erhalten vier, drei, zwei Sterne bzw. einen Stern. Eine solche Kategorisierung erscheint uns wichtig, denn rund 40% aller Private Debt Fonds vermögen gemäss Remaco über einen längeren Zeitraum einen High-Yield Benchmark nicht zu schlagen, während alle Fünf- und Viersterne-Fonds den Benchmark-Vergleich für sich entscheiden. Um gegenüber traditionellen Anleihen eine Überrendite zu erreichen und um gleichzeitig für das Illiquiditätsrisiko ansprechend entschädigt zu werden, braucht es eine umfassende Expertise in der Selektion (inkl. Due Diligence) sowie anschliessend eine unabhängige fortlaufende Überwachung.