

Credit Insight: 2. März 2021 / MEM

Alternativen im Tiefzinsumfeld – Private Debt Teil 2

Private Debt Instrumente als attraktive, aber anspruchsvolle Ergänzung im Anlageportfolio

Nachdem sich ein zunehmender Teil unserer Kunden auf der Suche nach Rendite dem Private Debt Segment zugewandt hat, durften wir in den letzten Jahren bereits bei zahlreichen Einzeltransaktionen (Direct Lending in den Bereichen Infrastruktur und Immobilien) unsere Kreditexpertise unter Beweis stellen. Zusätzlich haben wir mit dem Aufbau einer Monitoring-Dienstleistung für Private Debt Fonds begonnen, damit sich Investoren nicht im Blindflug befinden und ihre treuhänderischen Pflichten wahren können. Angesichts des anhaltenden Tiefzinsumfelds und des starken Wachstums dieser Anlageklasse, versuchen wir Chancen, Risiken und Nutzen für die Investoren differenziert zu beurteilen. In unserem Credit Insight «Alternativen im Tiefzinsumfeld – Private Debt Teil 1» vom 27.01.2021 haben wir aufgezeigt, warum es sich für langfristig orientierte Investoren im aktuell herausfordernden Marktumfeld lohnen kann, der Asset Klasse Private Debt zunehmende Aufmerksamkeit zu widmen. Diese Publikation soll daran anschliessend einen Überblick über die erfolgsrelevanten Faktoren vermitteln.

Faktoren, die bei einem Investment beachtet werden sollten

In einer Umfrage, welche wir kürzlich abgeschlossen haben, wurden institutionelle Investoren befragt, was die aktuell grössten Hürden und Bedenken für Investitionen im Bereich Private Debt darstellen. Zusammenfassend haben sich die folgenden Punkte ergeben:

- 1) **Zeit und Ressourcen:** Fehlende Zeit respektive unzureichende Ressourcen, welche es den Kunden verunmöglichen, sich ein umfassendes Bild über komplexere Investitionsalternativen zu verschaffen, eine vertiefte Analyse (Kreditrisikoprüfung und Due Diligence) vorzunehmen und passende Anlagelösungen zu identifizieren. Zudem stellte sich heraus, dass viele Investoren nach dem Investment in einen Private Debt Fonds eine passive Rolle einnehmen und keine aktive Überwachung oder ein Monitoring vornehmen.
- 2) **Risiko- / Renditeverhältnis:** Berechtigt sind Befürchtungen, dass die in der Vergangenheit zu beobachtenden Überrenditen von Private Debt Investments sich in Zukunft schwieriger realisieren lassen. Hier stellt sich die Frage, ob die zusätzlichen Risiken (insbesondere Illiquiditäts- und Kreditrisiken) durch eine entsprechende Rendite abgegolten werden (Relative Value Vergleich mit Public Market Äquivalent)
- 3) **Informationsasymmetrien:** Im Gegensatz zu konventionellen, kapitalmarktgängigen Anlageinstrumenten, welche von Ratingagenturen und Finanzinstituten breit abgedeckt werden, sind die Informationen im Bereich Private Debt spärlich gesät. Investoren müssen sich auf die Informationen der Fondsmanager verlassen.
- 4) **Nachhaltigkeit:** Wichtige Rolle der Bewertung und zunehmende Bedeutung von ESG.

Konkrete Lösungsansätze für ein erfolgreiches Investieren in Private Debt Fonds

Während gewisse Vorbehalte gegenüber der Anlageklasse gerechtfertigt sind, lassen sich diese mittels einer abgeklärten Herangehensweise und eines systematischen Prozesses adressieren. Durch unsere Zusammenarbeit mit Remaco (s. weiter unten) erreichen wir ein intensives und zielgerichtetes Screening des Marktes und eine umfassende Due Diligence. Folglich sind wir in der Lage, die besten Manager und damit Programme, welche dem Anlage- und Risikoprofil am besten entsprechen, zu identifizieren. Wie in unserem Credit Insight vom 27.01.2021 angesprochen, macht es für Investoren aus Diversifikationsgründen häufig Sinn, von Einzelinvestments abzusehen und eine Fondslösung zu wählen. Jedoch bedarf es nicht nur bei der direkten Kreditvergabe sondern auch bei der Selektion des passenden Private Debt Vehikels eine umfassende Expertise. Wie die unabhängige Boutique im Bereich Private Debt – Remaco – in ihrem Quarterly Report vom 14.01.2021 (**Private Debt Quarterly**) darlegt, gibt es grosse Unterschiede zwischen den zahlreichen Spezialisten und verschiedenen Strategien. Hier gilt es gezielt die Spreu vom Weizen zu trennen und die passenden Instrumente zu isolieren.

1. Screening & Selektion

In einem ersten Schritt muss der Investor seine Anlagepräferenzen (Debt-Strategie, Laufzeiten, Commitment-Strategie, Risikobereitschaft) definieren, welche dann als Basiskriterien dienen, um den Markt auf der Suche nach geeigneten Fonds zu durchleuchten (Screening) und zu kategorisieren (Benchmarking). Ein Ranking (ähnlich dem Morningstar-Verfahren für Mutual Funds), wie es von Remaco regelmässig erstellt wird, erscheint uns wichtig. Denn rund 40% aller Private Debt Fonds vermögen gemäss Remaco über einen längeren Zeitraum den High Yield Benchmark nicht zu schlagen, während alle Fünf- und Viersterne-Fonds den Benchmark-Vergleich für sich entscheiden.

PD Fund IRR Ranking [All private debt funds ranking against each other] ⁽¹⁾	(1) IRR (Median)	(2) N	(3) σ	Risk: Category IRRs at 1st (5th) percentiles of left distribution
5**** Fund [top 10%]	25.3% (21.6%)	79	10.1%	17.7% (18.0%)
4**** Fund [22.5%]	13.80% (13.5%)	156	1.7%	11.5% (11.6%)
3*** Fund [35.0%]	9.2% (9.1%)	254	1.1%	7.4% (7.8%)
2** Fund [22.5%]	5.2% (5.6%)	165	1.5%	2.1% (2.4%)
1* Fund [bottom 10%]	-5.7% (-1.8%)	66	12.3%	-84.8% (-22.1%)

Quelle: Remaco

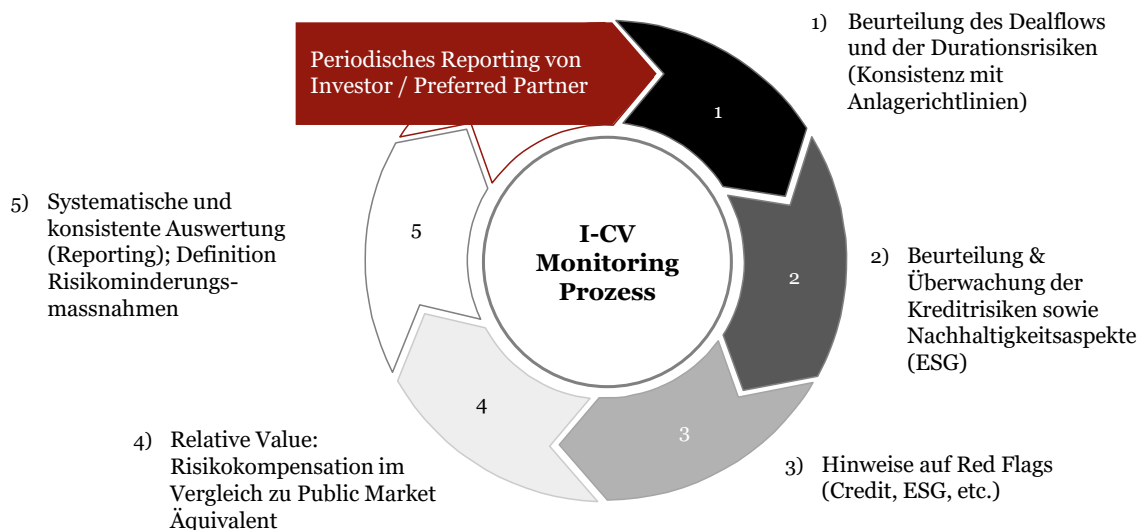
Viele Investoren verfolgen schon beim Screening einen passiven Ansatz und verlassen sich auf das, was von der Hausbank respektive von Brokern an sie herangetragen wird. Diese Selektionsstrategie bindet zwar weniger Ressourcen, führt aber leider häufig dazu, dass nicht die besten Fonds den Weg ins Portfolio finden, sondern diejenigen Manager mit dem besten Netzwerk den Zuschlag erhalten. Um ein gesundes Mass an Objektivität im Selektionsprozess zu gewährleisten, drängt sich daher auf, die Vorselektion auf einer quantitativen Auswertung zu basieren. Da dem Zusammentragen von Informationen zu den unterschiedlichsten Private Debt Fonds hohe Skaleneffekte zu Grunde liegen, macht es bereits in diesem Schritt Sinn, auf einen unabhängigen externen Partner wie Remaco zurückzugreifen, welcher eine umfassende Datenbank über Manager und Strategien pflegt. Dies ermöglicht eine strukturierte Auswertung und die Selektion von passenden Investmentideen.

2. Due Diligence & Kreditüberwachung

Nach dem Screening und der Vorselektion gilt es, die für den Investor passendste Fondslösung zu identifizieren. Dazu gehört, dass die Fondsmanager, welche es in die Endauswahl geschafft haben, in einem nächsten Schritt einer umfassenden Due Diligence unterzogen werden. Dieser Selektionsschritt erfordert entsprechende Expertise und bindet Ressourcen. In dieser Phase können das Wissen und die Kreditexpertise von I-CV einen entscheidenden Baustein für den Investitionsentscheid darstellen, sei es bei der Analyse und historischen Auswertung auf Stufe Einzelengagements der Vorgängerfonds aber auch bei der Zusammensetzung von neuen Produkten. Gleichzeitig werden in dieser Due Diligence auch die vom General Partner kommunizierte Vergangenheitsperformance, diverse für institutionelle Investoren bedeutende Faktoren (z.B. ESG-Compliance, Reporting-Standards, Transparenz etc.) sowie verschiedene kommerzielle und rechtliche Fragen eines Investments verifiziert.

Ist die Wahl des geeigneten Anbieters getroffen und das Geld investiert, bilden ein zuverlässiges Reporting und stringentes Monitoring sowie eine konsistente Dokumentation die wesentlichen Grundsteine einer professionellen, langfristigen Geschäftsbeziehung. So sollte bei jedem Investment periodisch überprüft werden, ob die Anlagerichtlinien durch den Fondsmanager eingehalten werden. Auch eine laufende, unabhängige Plausibilisierung der einzelnen Kreditengagements ist aus Risikomanagement-Sicht unabdingbar, um die treuhänderischen Pflichten wahrzunehmen und einer leisen Erosion der Kreditqualität vorzubeugen. Zudem gilt es die Entwicklung des Fonds sowie der einzelnen Investments zu überwachen und zu dokumentieren. Dabei werden die Quartalsberichte der Fondsmanager anhand eines strukturierten Verfahrens überprüft und die Bonität der Einzelpositionen evaluiert. Die Daten werden dabei basierend auf qualitativen Faktoren sowie einem marktbasiereten Merton-Modell ausgewertet. Dank einer konsistenten Überprüfung können Veränderungen in der Bonität frühzeitig erkannt und mit dem Manager und Investoren thematisiert werden.

Prozess für die Kreditüberwachung von Private Debt Fonds



Quelle: I-CV

3. ESG bei Private Debt

Wie es der Name impliziert, beziehen sich Private Debt Investments auf Unternehmen, die privat gehalten und somit an keiner Börse gelistet sind. Dies stellt für ESG-orientierte Investoren eine zusätzliche Hürde dar, da die gängigen ESG-Datenprovider keine Informationen zu den einzelnen Unternehmen liefern und die Unternehmen selber selten umfassende Nachhaltigkeitsberichte, wie sie bei börsennotierten Unternehmen inzwischen die Norm sind, publizieren. Hier können die Expertise von Remaco sowie das von I-CV in den letzten drei Jahren entwickelte ESG-Scoring-Modell Abhilfe schaffen. Während Remaco eine Analyse zur ESG-Transparenz und der Exposure eines General Partners (GPs) hinsichtlich der SASB (Sustainability Accounting Standards Board)-Kriterien zum Investitionszeitpunkt liefert, stellt I-CV Mithilfe des geografischen Fussabdrucks sowie der Branche, in welcher das Unternehmen tätig ist, ESG Proxy Scores zur Verfügung, welche als zusätzliche Orientierungshilfe und zur Portfoliosteuerung dienen.

Konklusion

Wie bei direkten Kreditengagements lohnt es sich somit auch bei Fondslösungen im Bereich Private Debt, Anlageentscheide durch ein belastbares Verfahren breit abzustützen und zur Plausibilisierung unabhängige Zweitmeinungen einzuholen. Hier empfiehlt sich eine Zusammenarbeit mit einem Outsourcing-Partner, welcher dank Skaleneffekten, einem strukturierten Analyseprozess und entsprechender Expertise bei der Bonitätsbeurteilung in der effizienten Bewirtschaftung der Anlageklasse über alle Phasen Unterstützung bieten kann. Durch einen modularen Prozess (s. Abbildung 3) wie dieser in Partnerschaft von Remaco und I-CV angeboten wird, können professionelle Investoren auf die Ressourcen und Expertise zweier unabhängiger Spezialisten zurückgreifen. Dies spart nicht nur Zeit und Kosten, um die für die individuellen Bedürfnisse besten Anlagen zu finden, sondern ermöglicht es auch, die Investition durch eine systematische und konsistente Auswertung laufend überwachen und die Renditeerwartung erfüllen zu können.

Kreditanalyse ergänzt Asset Management

I-CV und Remaco haben sich im Bereich Private Debt entschlossen, eine gemeinsame Dienstleistung anzubieten, um Investoren in sämtlichen Bereichen und über den ganzen Lebenszyklus dieser Anlageklasse eine umfassende und unabhängige Expertise zur Verfügung zu stellen. Das Resultat ist ein modulares Dienstleistungsangebot, aus welchem sich Investoren umfassend oder auch in den einzelnen Phasen punktuell mit Fachwissen und Ressourcen zur Unterstützung bedienen können.

Abbildung 3: Modulares Dienstleistungsangebot für die Investition in Private Debt Fonds

Dienstleistungsmodule		Remaco		
	Screening: Regelmässiges Screening von über 700 Private Debt Fonds	<ul style="list-style-type: none"> 7 Beratung: Anlageprozess, Selektion, Execution und Monitoring 7 Umfassende Datenbank zu Private Debt Fonds 7 Regelmässige Veröffentlichung einer Studie 		
	Selection: Jährliche Präsentation von 10-15 Investmentideen	<ul style="list-style-type: none"> 7 Quartalsweise Präsentation von 3-4 Investmentideen (basierend auf Screening) 7 Kurzgefasster Bericht zu jedem Fonds (Überblick für Investor) 		
			Remaco	I-CV
	Due Diligence: Umfassender Due Diligence Prozess (ca. 8 Fonds pro Jahr)	<ul style="list-style-type: none"> 7 Durchführung einer umfassenden Due Diligence 7 Manager Selektion 		<ul style="list-style-type: none"> 7 Einsatz der Kreditexpertise in der Due Diligence (z.B. historische Auswertung von Fonds)
	Monitoring: Überwachung, Reporting (Risiko, Bewertung, Gebühren, Compliance)	<ul style="list-style-type: none"> 7 Bewertung 7 Compliance 7 Gebühren 		<ul style="list-style-type: none"> 7 Zentrale Rolle beim Monitoring (Kreditrisikoüberwachung und saubere Dokumentation)

Quelle: I-CV, Remaco

Remaco

Seit 1947 setzen wir für Sie unabhängige, faktenbasierte Beratung und quantitatives Research sowie Asset Management um. Zu unserem Unternehmen gehört eine Beratungsgesellschaft, in welcher sich Ökonomen, Rechtsanwälte und Steuerexperten mit Fragen zu Private Debt auseinandersetzen. Darüber hinaus verfügen wir über ein FINMA-reguliertes Wertpapierhaus, bei welchem Sie ein Konto- und Depot führen können, oder wir ihren Geschäftsverkehr bei Drittbanken konsolidieren und Ihnen unser modernes e-Banking zur Verfügung stellen.

Independent Credit View

Independent Credit View AG erbringt seit 2003 als führendes reines Kreditresearch Unternehmen unabhängige und massgeschneiderte Dienstleistungen an institutionelle Anleiheinvestoren und Risikomanager im deutschsprachigen Raum. I-CV – und das ist der grosse Unterschied zu Mitbewerbern – ist nur den Investoren verpflichtet und wird auch zu 100% von diesen bezahlt. I-CV verwaltet keine Anlagen und hält keine Handelsbücher. Bonitätseinstufungen und Empfehlungen erfolgen ohne jegliche Interessenskonflikte oder Restriktionen.

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.