

Investitionen in Private Debt I

Die Kreditrisiken müssen überwacht werden

Investitionen in Private Debt erfreuen sich bei Pensionskassen zunehmender Beliebtheit. Mit dem Investitionsentscheid ist die Arbeit aber nicht getan. Die laufende Überwachung des Investments ist hier noch zentraler als bei anderen Anlageklassen.

Aufgrund der fehlenden Erfahrung und der oftmals komplexen Strukturen übertragen Pensionskassen die Suche nach geeigneten Anlageopportunitäten wie auch deren Auswahl häufig an externe Partner. Die Kasse nimmt dadurch eine passive Rolle ein und verfügt oft weder über die Zeit noch die Ressourcen, um sich mit den umfassenden Unterlagen, die von den Fondsmanagern bereitgestellt werden, vertieft auseinanderzusetzen.

Die Interaktion beschränkt sich auf ein oberflächliches Studium von Quartalsreporten, ergänzt durch gelegentliche Treffen mit dem verantwortlichen Manager. Die Überwachung der Anlagen wird implizit an den Manager zurückdelegiert, was Interessenskonflikte birgt und den treuhänderischen Auftrag vernachlässigt.

Angelehnt an die Redewendung «Vertrauen ist gut, Kontrolle ist besser», sind Investoren gut beraten, gerade bei exotischen, schnell wachsenden und komplexen Anlageklassen ein erhöhtes Mass an Aufmerksamkeit aufzuwenden. Denn je früher problematische Positionen oder Verhaltensweisen erkannt werden können, desto kleiner ist der potenzielle Schaden für das Portfolio.

Überwachung von Private Debt Fonds

Ist die Wahl des geeigneten Anbieters getroffen und das Geld investiert, bilden ein zuverlässiges Reporting und eine stringente Überwachung sowie konsis-

tente Dokumentation die Grundsteine einer professionellen, langfristigen Geschäftsbeziehung.

So sollte bei jedem Investment periodisch überprüft werden, ob die Anlage Richtlinien durch den Fondsmanager eingehalten werden. Eine regelmässige Beurteilung der getätigten Investitionen (Dealflows) und die Überwachung des Fälligkeitsprofils (Aufzeigen von Durationsrisiken) des Fonds liefern zusätzlichen Mehrwert.

Aber auch eine laufende, unabhängige Plausibilisierung der einzelnen Kreditengagements ist aus Risikomanagement-Sicht unabdingbar, um die treuhänderischen Pflichten wahrzunehmen und einer schleichenden Erosion der Kreditqualität im Fonds vorzubeugen.

Beurteilung der Kreditrisiken

Im Gegensatz zu konventionellen kapitalmarktgängigen Anlageinstrumenten, die von Ratingagenturen und Finanzinstituten breit abgedeckt werden, sind Informationen im Bereich Private Debt spärlich. Investoren müssen sich auf die Informationen der Fondsmanager verlassen, was zu einer Informationsasymmetrie führt.

Um mögliche Problempositionen im Private Debt Fonds frühzeitig zu erkennen, sollten die verfügbaren Daten beispielsweise mit einem marktbasieren Merton-Modell regelmässig ausgewertet werden (siehe Grafik und entsprechenden Textabschnitt). Das Merton-Modell

Marc Meili
Senior Credit Analyst
und Partner,
Independent
Credit View AG

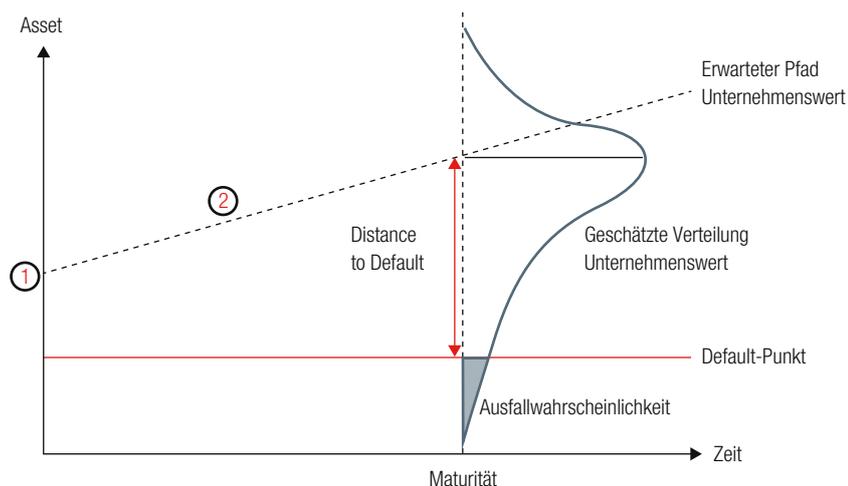


Christian Fischer
CEO und Senior Partner,
Independent
Credit View AG



Kreditrisikobeurteilung von Einzelpositionen anhand des Merton-Modells

Quelle: I-CV



drängt sich dort auf, wo relativ wenig Informationen zum Unternehmen verfügbar sind.

Ist das Modell für die einzelnen Positionen im Fonds erst einmal aufgesetzt, lässt sich damit zeit- und ressourcenschonend eine quantitative Kreditrisikobeurteilung vornehmen.

Diese quantitative Beurteilung wird idealerweise durch ein qualitatives Assessment der Unternehmen ergänzt. Anhand einer routinierten Überprüfung der Positionen können Informationsvorsprünge minimiert und sich abzeichnende Veränderungen in der zugrundeliegenden Kreditqualität frühzeitig erkannt und thematisiert werden.

Werden problematische Positionen frühzeitig erkannt, können rechtzeitig Massnahmen ergriffen werden, um den zu erwartenden Verlust abzuwenden und die Position der Gläubiger zu stärken. Investoren schaffen sich mit einem disziplinierten Ansatz die Möglichkeit, die Performance ihres Investments aktiv zu beeinflussen.

Funktionsweise des Merton-Modells

Anhand des marktbasiereten Merton-Modells lässt sich die Ausfallwahrscheinlichkeit der Einzelpositionen des Private Debt Fonds mit der «Distance to Default»-Methode approximieren.

Der geschätzte Unternehmenswert zum Zeitpunkt der Kreditvergabe bildet dabei den Startpunkt der Simulation (Nummer 1 in der Grafik). Dieser kann

bei nicht gelisteten Unternehmen anhand von Unternehmenswert oder sogenannter EBITDA-Multiples von vergleichbaren Unternehmen geschätzt werden. Dabei gilt, je höher die Kapitalintensität des Geschäftsmodells, desto höher der Multiple.

Als nächstes erfolgt die Simulation der möglichen Entwicklung (Nummer 2) des Unternehmenswerts anhand der Volatilität und der erwarteten Rendite des Unternehmens. Unter der Annahme einer Normalverteilung lassen sich die möglichen Unternehmenswerte zum Zeitpunkt der Fälligkeit des Kredits abschätzen.

Um den möglichen Verlauf des Unternehmenswerts zu schätzen, wird eine umfassende Simulation durchgeführt. Wichtiger Inputfaktor ist die Volatilität der EBITDA-Marge, da diese in der Simulation die möglichen Verläufe des Unternehmenswerts mitbestimmt. Die Volatilität der EBITDA-Marge kann mithilfe einer zukunftsgerichteten Beurteilung von Softfaktoren adjustiert werden. Für diese qualitative und zukunftsorientierte Auswertung werden unter anderem die geografische und produktseitige Diversifikation, Konzentrationsrisiken, Umsatzvisibilität und Marktposition des Unternehmens berücksichtigt.

Sollte der Unternehmenswert tiefer als die Verschuldung ausfallen, würde dies einem Kreditausfall gleichkommen. Die betriebswirtschaftliche Grundlage

TAKE AWAYS

- Bei Private-Debt-Investitionen ist ein reiner «Buy and Hold»-Ansatz nicht zielführend.
- Der Investor ist gut beraten, nicht nur auf den Fondsmanager zu bauen, sondern auch selber insbesondere die Kreditrisiken zu prüfen.
- Ein Ansatz dazu ist das Merton-Modell.

für den Fortbestand des Unternehmens wäre in diesem Szenario nicht gegeben. Als Konsequenz fände sich das Unternehmen in einer Situation, in der weder eine Rückzahlung des Kredits noch eine Refinanzierung möglich wäre. Je mehr Szenarien eine Unterdeckung der Schulden indizieren, desto höher ist die Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default) des Darlehens.

Portfoliobeurteilung und Rating von Private Debt Fonds

Eine Bonitätseinstufung sämtlicher Einzelpositionen im Fonds dient als Grundlage für eine Gesamtportfoliobetrachtung.

Nach dem Ansatz von Vasicek lässt sich das Gesamtportfoliorisiko unter Berücksichtigung von Diversifikationsaspekten schätzen. Dabei wird die Wahrscheinlichkeit berechnet, dass der Investor nicht 100% des Nominalwerts bei Fälligkeit zurückerhält. Alternativ liesse

sich auch die Wahrscheinlichkeit berechnen, dass die Anlage die erforderliche Rendite im Vergleich mit einem gängigen Kapitalmarktinstrument (z. B. High Yield Fonds) nicht erzielen kann.

Diese Auswertung ist ein wertvolles Instrument für die Risikosteuerung und für regulatorische Anforderungen, da sich so eine risikoadäquate Rendite berechnen lässt.

Mit aktiver Überwachung Überraschungen und Unfälle verhindern

Die jüngsten Fälle rund um Ruvercap und Greensill haben gezeigt, dass eine reine «Buy and Hold»-Strategie Risiken birgt. So hat Ruvercap in hochriskante Unternehmen investiert oder solche, die erhebliche Schwächen in der Corporate Governance aufweisen.

Mit einem fortlaufenden Monitoring des Fonds (inklusive Kreditrisikouberwachung) hätten diese Verfehlungen respektive die qualitative Abschwächung

der Anlagen frühzeitig aufgedeckt und entsprechende Massnahmen durch die Investoren ergriffen werden können.

Ähnliches spielte sich bei Greensill ab, wobei es sich dort um Supply Chain Fonds handelt. Greensill wurde bis kurz vor Default von einer anerkannten europäischen Ratingagentur im Single-A-Bereich eingestuft. Es stellte sich heraus, dass erfundene Rechnungen als Sicherheit gestellt wurden.

Um solche negativen Entwicklungen frühzeitig zu erkennen, bedarf es nicht nur einer professionellen Due Diligence vor dem Investitionsentscheid, sondern auch eines laufenden Monitorings respektive einer Überwachung des Fondsmanagers. Häufig ist es nämlich so, dass sich das fehlerhafte Verhalten der Fondsmanager erst mit der Laufzeit des Fonds ergibt. |

WERBUNG

PUBLICITÉ

Weiterbildung 2022



Fachschule
für Personalvorsorge
www.fs-personalvorsorge.ch

Permanente Weiterbildung bleibt auch in schwierigen Zeiten zur Erhaltung der Fachkompetenz notwendig! Planen Sie Ihre Weiterbildung jetzt!

Sollte Direktunterricht nicht möglich sein, erfolgt die Weiterbildung online.

Ausbildung Stiftungsrat

3-stufige Ausbildung
zur Fach- und Führungskompetenz:

Grundausbildung Stufe 1 (2-tägig)

18. und 25. März 2022, Hotel Arte Olten
10. und 17. Juni 2022, Hotel Arte Olten

Führungsseminar Stufe 2

23. und 24. Juni 2022, Seminarhotel Aegerisee

Tagesseminar Stufe 3 (1-tägig)

29. Juni 2022, Hotel Arte Olten

Seminare

- Einführung Sozialversicherungen,
8. und 15. März 2022, Online-Webinar
- Destinatärverwaltung, 18. Oktober 2022
Hotel Arte Olten
- Leistungen und Koordination
in der beruflichen Vorsorge,
7. und 14. November 2022, Hotel Arte Olten

Fachkurse

- Rechtsgrundlagen, 5-tägig, ab April 2022
- Rechnungswesen, 4-tägig, ab Juni 2022
- Versicherungstechnik, 5-tägig, ab August 2022

Detaillierte Angaben und Anmeldungen unter www.fs-personalvorsorge.ch