



Marktkommentar Private Debt

Das Risiko von Private Debt Investments im Krisenfall

München | März 2019



Private Debt 2019 – Das Risiko von Private Debt Investments im Krisenfall

In den letzten Jahren hat das Interesse von Investoren an der Assetklasse Private Debt stark zugenommen. Die hierfür eingeräumten signifikanten Allokationen haben zur Bereitstellung von Kapital in zuvor nie dagewesenem Umfang und zu immer neuen Rekorden für das Fundraising von Private Debt Fonds geführt. Damit einhergehend haben sich die Verschuldungsgrade der finanzierten Unternehmen stetig erhöht und gleichzeitig die Kreditkonditionen zu Lasten der Kreditgeber verschlechtert. Die Situation erinnert in vielen Aspekten an die Jahre 2006/2007 und ruft Erinnerungen an die letzte Finanzkrise hervor. Daher stehen heute viele Investoren vor der Frage, ob sie weiterhin neue Mittel für Direct Lending Strategien zur Verfügung stellen sollen oder ob das Risiko hierfür vor dem Hintergrund einer in den nächsten Jahren drohenden Wende im Kreditzyklus inzwischen nicht zu hoch ist. Im Folgenden gehen wir zunächst der Frage nach, welche Performance Private Debt in der letzten Finanzkrise gezeigt hat und welche Handlungsoptionen Investoren heute noch haben.

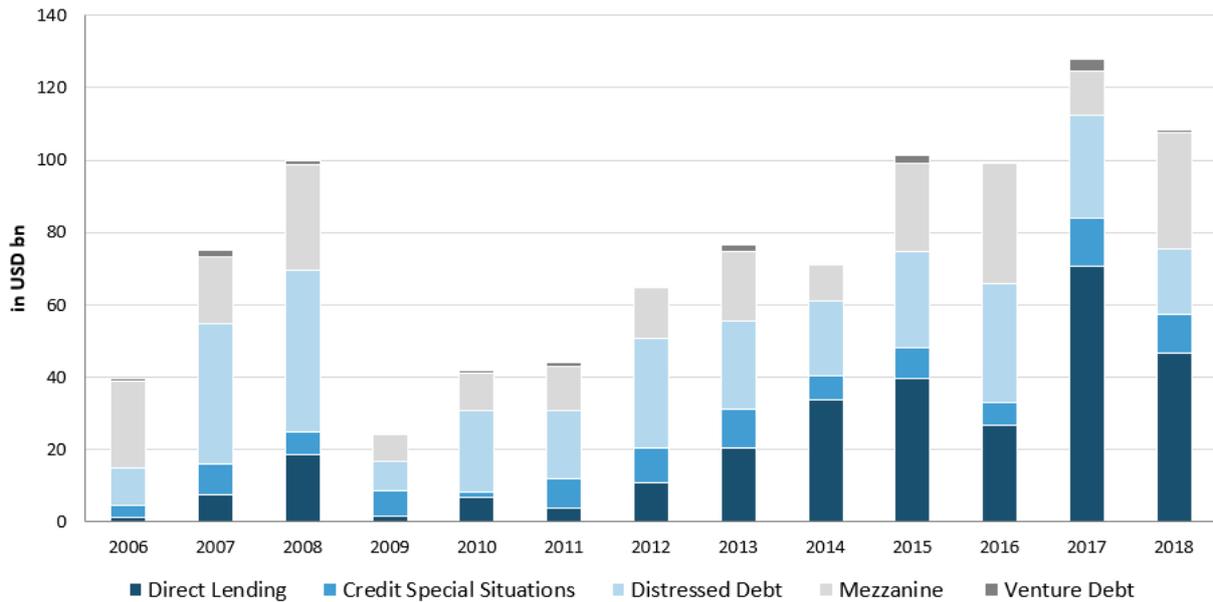
Entwicklung des Private Debt Markts seit der Finanzkrise und aktuelle Marktsituation

Der Ursprung für Direktfinanzierungen durch private Kapitalgeber (Private Debt/Direct Lending) ist Mitte der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts in den USA zu verorten. Insbesondere Versicherungsgesellschaften stellten Unternehmen ohne die Zwischenschaltung von Banken erst- und nachrangige Kredite („senior loans“ und „mezzanine loans“) zur Verfügung. Institutionelle Investoren erarbeiteten sich in Nordamerika sukzessive immer größere Marktanteile und waren bereits vor der Finanzkrise die dominierende Quelle für Buyout-Finanzierungen. In Europa waren Banken lange die dominierenden Kreditgeber, vor allem im Buyoutsegment hat sich das aber inzwischen geändert, wobei der entscheidende Faktor die verschärften regulatorischen Anforderungen an Banken nach der Finanzkrise waren. Immer höhere Kapitalanforderungen haben dazu geführt, dass das Leveraged Finance Geschäft für Banken immer teurer und damit unattraktiver wurde und vermehrt von Private Debt Fonds übernommen wurde.

Aufgrund der historisch niedrigen Zinsen haben sich Investoren im gleichen Zeitraum verstärkt alternativen Investments zugewandt und insbesondere Private Debt als attraktive – wenn auch illiquide – Ergänzung ihres Rentenportfolios entdeckt. Diese Reallokation von Anlagebeträgen in Milliardenhöhe ermöglichte Private Debt Managern die Auflage immer größerer Fonds und Managed Accounts, so dass der Kapitalzufluss für Private Debt Investitionen (Direct Lending, Mezzanine, Distressed Debt, Credit Special Situations und Venture Debt) für das Jahr 2017 einen historischen Höchstwert erreichte, wie die nachstehende Abbildung zeigt. Dabei ist inzwischen Direct Lending mit einem globalen Fundraisingvolumen von ca. USD 70 Mrd. die dominierende Assetklasse gefolgt von Distressed Debt. Der in 2016 entgegen dem Trend zu beobachtende Rückgang des für Direct Lending Fonds eingeworbenen Kapitals ist darauf zurückzuführen, dass sich das Fundraising einiger

mehrere Milliarden schwerer Fonds über den Jahreswechsel hinaus erstreckte und deren Zuordnung auf das Jahr des Final Closing zu größeren Abweichungen vom langfristigen Trend führte. Der Einsatz von Mezzanine wurde damit in weiten Teilen des Marktes obsolet.

Globales Private Debt Fundraising nach Strategie



Quelle: Preqin Feb. 2019

Einhergehend mit der immer leichteren Verfügbarkeit von Fremd- und Eigenkapital für Buyouttransaktionen stiegen auch die Verschuldungsgrade im Bereich Private Equity auf Werte, die zuletzt vor der Finanzkrise festzustellen waren (vgl. die nachstehende Abbildung).



Quelle: CEPRES Feb. 2019, Median der Total Debt to EBITDA-Multiples des jeweiligen Investitionsjahrs

Damit sind insbesondere in den letzten Jahren die Risiken für Investoren deutlich angestiegen, während die Renditen gleichzeitig aufgrund des hohen Kapitalzustroms unter Druck gerieten. Dies gilt

vor allem für größere Unternehmen im Upper Mid Market, während das Lower Mid Market Segment sich diesem Trend zwar nicht gänzlich entziehen konnte, aber trotzdem mit Abstand geringere Verschuldungsgrade aufweist.

Das gestiegene Risiko zeigt sich jedoch nicht nur in den gestiegenen Leverageniveaus, sondern auch in einem deutlichen Rückgang von Kreditvertragsklauseln („Covenants“) sowie in einer Aufweichung der zur Definition der Verschuldungsgrenzen verwendeten Ergebnisgrößen („adjusted EBITDA“). Dieser Trend folgt zeitlich verzögert den Verhältnissen im syndizierten Leveraged Loan Markt, der schneller die Auswirkungen von Kapitalflüssen bzw. Angebots-/Nachfrage-Ungleichgewichten reflektiert. Daher sind diese Entwicklungen Direct Lending betreffend vor allem im Large Cap und Upper Mid Market festzustellen, während Lower Mid Market Deals noch überwiegend konservativ finanziert werden.

Rendite und Risiko von Private Debt in Abhängigkeit vom Kreditzyklus – empirische Erkenntnisse

Die eingangs beschriebenen Entwicklungen lassen bei vielen Investoren die Frage aufkommen, ob bestehende Allokationen für Private Debt beibehalten bzw. neue Allokationen überhaupt aufgebaut werden sollen. Während die hohen Leverageniveaus nahelegen, dass die aktuelle Marktlage nicht die attraktivsten Investitionsmöglichkeiten bietet, ist eine Strategie des Abwartens aufgrund der Schwierigkeit des Markt timings ebenfalls nicht sinnvoll, insbesondere da sich Finanzmittel nicht zu attraktiven bzw. sogar nur zu Negativ-Zinsen „parken“ lassen.

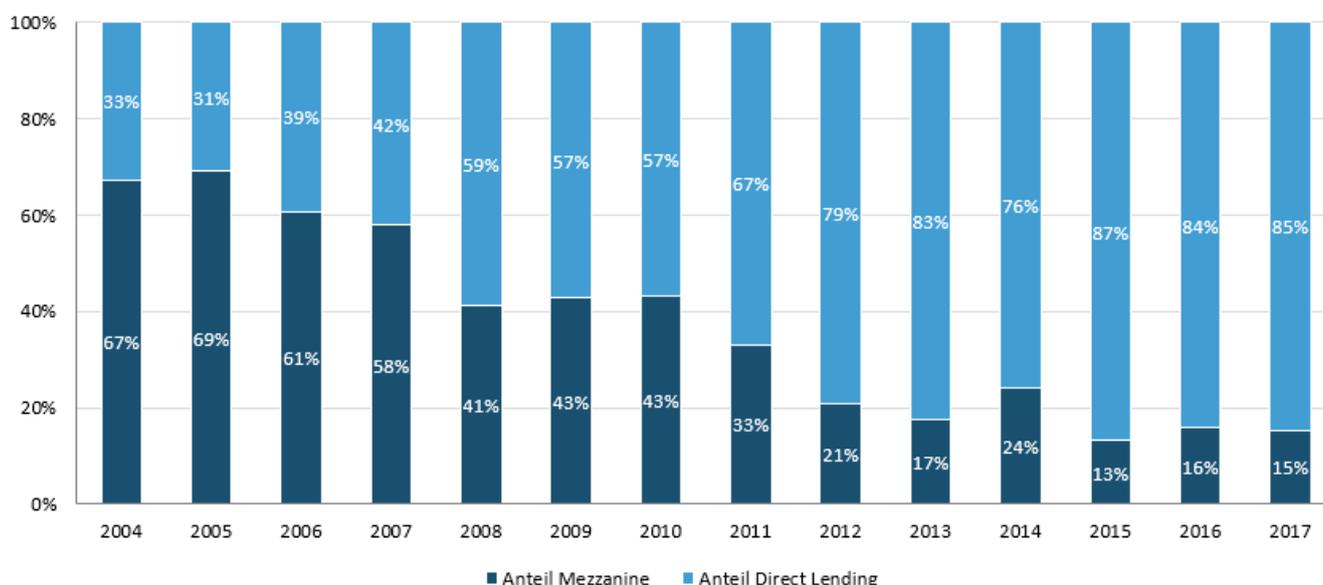
Es kann daher lohnen, einen Blick in die Vergangenheit zu werfen und zu untersuchen, welchen Effekt der Zeitpunkt der Kreditvergabe auf die Rendite und das Risiko von Private Debt Investments in der letzten Finanzkrise hatte. Hierzu hat YIELCO Investments eine Analyse auf Basis der Daten des Center of Private Equity Research (CEPRES), einem unabhängigen Informationsdienstleister, durchgeführt. CEPRES unterhält einen der weltweit umfangreichsten Datensätze zu Private Debt Transaktionen und erfasst die Daten dabei sowohl auf der Ebene der einzelnen Finanzierungen als auch auf Ebene der Fonds, die diese vergeben haben.

Die Tabelle auf den nächsten Seite zeigt zunächst die verwendeten Daten, die auch einen ausreichend langen Zeitraum vor der Finanzkrise 2008 erfassen. Damit die Ergebnisse nicht durch (subjektive) Bewertungseffekte verzerrt werden, wurden nur vollständig realisierte Transaktionen für die Analyse herangezogen. Ferner haben wir uns auf die USA und Europa als etablierte Märkte für Private Debt konzentriert. Die durchschnittliche Transaktionsgröße von ca. 24 Mio. USD ist ein Hinweis darauf, dass der weit überwiegende Anteil der mehr als 16.000 erfassten Kredite im Mid Market Segment vergeben wurde.

Kategorie	Datensatz
Datengrundlage	Realisierte Transaktionen (keine Bewertungseffekte)
Private Debt Strategien	Direct Lending (Senior Loans, Unitranche) & Mezzanine
Anzahl Fonds	440 Fonds
Anzahl Transaktionen	16.127
Ø Transaktionsgröße	23,7 Mio. USD
Ø Haltedauer	3,37 Jahre
Kum. investiertes Kapital	143,4 Mrd. USD
Regionale Verteilung	55,4 % USA – 44,6 % Europa
Zeitraum	01/2004 bis 12/2018

Der Private Debt Markt unterlag in den letzten 15 Jahren einem starken Strukturwandel. Während zu Beginn des neuen Jahrtausends mit Private Debt vor allem Mezzaninekredite gemeint waren, hat sich im Nachgang der Finanzkrise Direct Lending als dominierende Finanzierungsstrategie etabliert mit einem Anteil von inzwischen ca. 85% der von CEPRES erfassten Transaktionen im Bereich Private Debt (siehe nachstehende Abbildung).

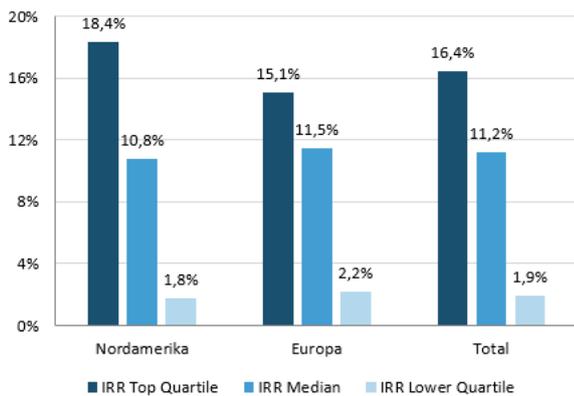
Aufteilung der Private Debt Investitionen nach investiertem Volumen



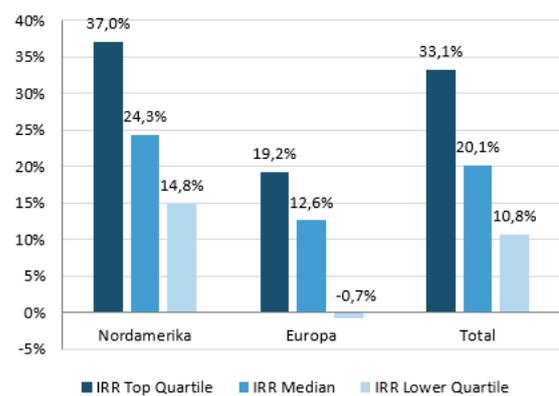
Damit leiden die folgenden Aussagen etwas unter dem Problem, dass die heutige Marktsituation nicht mehr direkt mit der aus den Jahren der Finanzkrise bzw. den Jahren zuvor vergleichbar ist. Wir erachten dieses Manko jedoch als weniger kritisch, da wir vor allem an einer Betrachtung des Risikos interessiert sind. Die Ergebnisse sind durch den früher höheren Nachranganteil (Mezzanine) an den Transaktionen beeinträchtigt und sollten bei einer künftigen Kreditkrise eher positiver hinsichtlich des Ausfallrisikos ausfallen.

Die folgenden Analysen zeigen jeweils die Rendite (unterteilt nach dem 25/50/75%-Quantilwert der Brutto-IRRs auf Transaktionsebene) und das Risiko (hierbei werden die Loss Rate, die Default Rate und die Recovery Rate als Kennzahlen unterschieden¹) auf Transaktionsebene für die beiden Investitionsjahre unmittelbar vor der Finanzkrise 2006/07 und die beiden Krisenjahre 2008/09. Weiter unterscheiden wir jeweils nach den Regionen Nordamerika (fast ausschließlich US-Investitionen) und Europa, da es zwischen beiden signifikante Unterschiede in der Marktreife gibt, die sich auf die Performance auswirken.

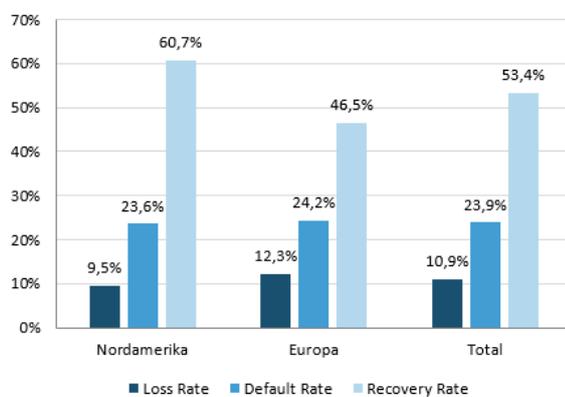
Brutto-IRR in den Vorkrisenjahren (2006/2007)



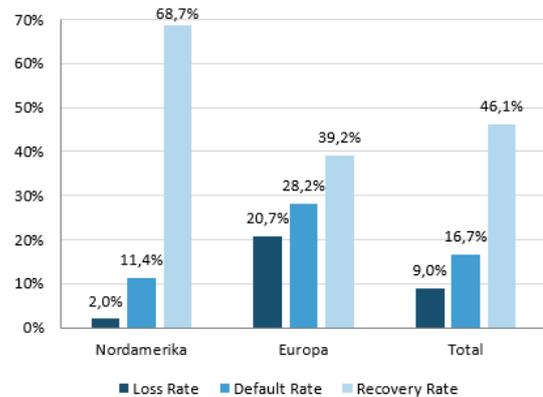
Brutto-IRR während der Finanzkrise (2008/2009)



Risikomaße in den Vorkrisenjahren (2006/2007)



Risikomaße während/nach der Finanzkrise (2008/2009)



Zunächst einmal fällt auf, dass generell US-Investments eine deutlich höhere Rendite als europäische Investments bei deutlich geringerem Risiko erzielt haben. Außerdem wurde lediglich mit den schlechtesten 25% der Transaktionen in Europa während der Finanzkrise ein leicht negatives Ergebnis erzielt. Die Verlustquoten („Loss Rates“) liegen mit 10 – 12% deutlich über den aktuell zu beobachtenden Werten bzw. dem langfristigen Durchschnitt. Unter Berücksichtigung der o.g. Halte-dauer ergeben sich jährliche Verlustquoten von 3 – 3,5%, während der langfristige Durchschnitt je nach Seniorität und Größensegment eher bei 0,5 – 1,3% liegt.²

¹ Loss Rate = Kapitalverlust in % des investierten Kapitals über die gesamte Haltedauer; Default Rate = Anteil (nach Anzahl, nicht kapitalgewichtet) der Transaktionen, bei denen ein Kapitalverlust entstand; Recovery Rate = Rückzahlungsquote (Zinsen und Kapital) in % des investierten Kapitals

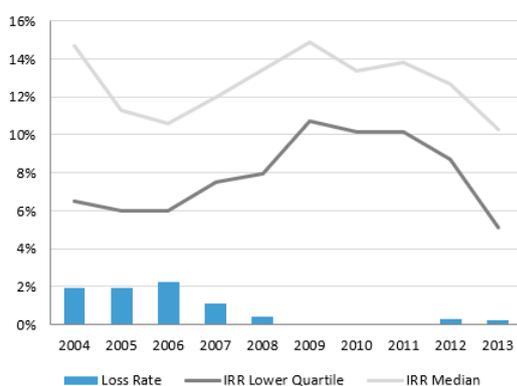
² Vgl. TIAA – Private Debt: The opportunity for diversification with illiquid assets, 2016; S&P LCD

Interessant ist auch die Beobachtung, dass für Investments, die während der Krisenjahre 2008/09 getätigt wurden, die US-Verluststatistiken durchgängig besser ausfallen als die europäischen Werte. Dieses gegenläufige Ergebnis liegt unserer Einschätzung nach daran, dass in diesen Jahren in Europa Private Debt vor allem in der Form von Mezzanine vergeben wurde, während in den USA bereits damals ein signifikanter Direct Lending (Senior Debt) Anteil festzustellen ist. Ferner waren die in Europa eingesetzten Finanzierungsstrukturen in vielen Fällen sehr komplex, so dass im Restrukturierungsfall nicht schnell und effektiv genug gehandelt werden konnte, um Kreditausfälle zu verhindern.

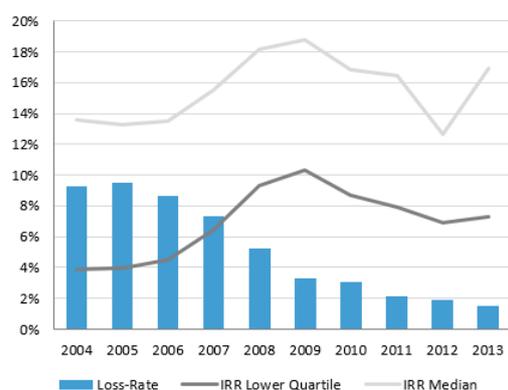
Als weiteren Aspekt haben wir schließlich noch untersucht, wie sich die Renditen und Verlustquoten für einen Investor mit einem breit gestreuten Portfolio von mindestens 100 Krediten, das über einen Zeitraum von ca. sechs Jahren aufgebaut wurde, verhalten hätten. Dabei wurden einerseits die über einen Sechsjahreszeitraum rollierenden Brutto-Renditen auf Transaktionsebene und andererseits die Netto-Renditen von Fonds rollierend über drei Vintagejahre betrachtet. Diese Vorgehensweise unterstellt eine Investitionsphase der Fonds von drei Jahren. Durch den Effekt der zeitlichen Diversifikation zeigt sich eine deutliche Reduzierung der Verlustquoten.

Investitionen, die erst während der Krise 2008 getätigt wurden, weisen bereits eine deutlich geringere Verlustquote von nur noch ca. 5% auf, die höchsten Verluste mussten Investoren verkraften, die in den vier Jahren vor der Krise (2004 – 2007) investiert haben. Auch für diese zeigte sich das höhere Risiko jedoch letztlich nur in einzelnen (Teil-)Ausfällen, während die positiven Gesamttrenditen selbst für die 25% schlechtesten Transaktionen zeigen, dass auf Portfolioebene die Verluste überkompensiert werden konnten und das Portfolio insgesamt eine positive Gesamttrendite erzielte. Diese war übrigens am höchsten für Portfolios, mit deren Aufbau auf dem Höhepunkt der Krise begonnen wurde.

Netto-IRR und Loss-Rates auf Fondsebene (3-Jahre rollierend)



Brutto-IRR und Loss-Rates auf Dealebene (6-Jahre rollierend)



Der Rückgang der Renditen auf Brutto- und Nettoebene in den letzten Jahren liegt primär an der veränderten Zusammensetzung des Datensatzes, der kontinuierlich durch mehr Direct Lending Transaktionen geprägt ist, die die höher rentierenden Mezzaninetransaktionen ersetzen. Daneben spielt zusätzlich eine Rolle, dass aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs in den letzten Jahren die Renditen insgesamt unter Druck gerieten.

Implikationen für die Auswahl von Direct Lending Fonds

Wie die vorstehenden Analysen gezeigt haben, lag der beste Einstiegszeitpunkt zum Aufbau eines Private Debt Portfolios zumindest während der letzten Krise (für frühere Rezessionsphasen liegen leider keine aussagekräftigen Daten für den Private Debt Markt vor) mitten in der Krise, während man mit Investitionen vor und nach den Krisenjahren geringere Renditen erzielte. Allerdings ist es einerseits kaum möglich, diesen Zeitpunkt exakt zu bestimmen, andererseits dürften nur wenige Investoren ihre Gremien in so einer Situation überzeugen können, dass man ausgerechnet dann investieren soll, wenn die Presse voller Hiobsbotschaften ist. Wenn man also davon ausgeht, dass ein Timing kaum möglich ist, besteht die beste Investitionsstrategie unabhängig vom Einstiegszeitpunkt darin, das Portfolio systematisch und kontinuierlich über die Zeit aufzubauen und für eine ausreichende Diversifikation zu sorgen. Die empirischen Ergebnisse belegen die Resilienz der Assetklasse Private Debt und sollten die Angst vor einem falschen Einstiegszeitpunkt reduzieren helfen.

Darüber hinaus kann durch ein aktives Management das Portfolio in der aktuellen Marktsituation weitgehend krisenfest gemacht werden, wobei das unter Umständen den Verzicht auf einige Prozentpunkte an erwarteter Rendite bedeutet. Auch wenn die Datenbasis (noch) zu gering ist, um empirische valide Aussagen hinsichtlich der relativen Vorteilhaftigkeit von reinen Senior Loan Strategien gegenüber Unitranche und Mezzanine treffen zu können, liegt es dennoch auf der Hand, dass die Risiken umso mehr ansteigen, je nachrangiger die Gläubigerposition ist. Daher sollten Senior Direct Lending Strategien gegenüber Unitranche Strategien, die immer auch ein Nachrangrisiko beinhalten, und reinen Mezzanineansätzen bevorzugt werden. Zykluserprobte Manager mit einem Small-/Mid Market Ansatz sind im Vergleich zum oberen Marktende einem geringeren Wettbewerb um Transaktionen ausgesetzt. Die zuletzt signifikant gestiegenen Fondsgrößen üben einen erheblichen Investitionsdruck auf Upper Mid Market Manager aus, was sich wiederum in mangelnder Kreditselektion und abgeschwächten Kreditkonditionen äußert. Weiter sollten Fondsmanager auch auf Basis einer sektoral defensiven Portfolioausrichtung und moderater Leverage multiples ausgewählt werden. In der aktuellen Marktsituation ist es wichtiger, das Risiko im Griff zu haben, als hohe Renditen unter Eingehung gesteigener Risiken anzustreben (kein „stretch for yield“). Im Rahmen der Auswahl von Fondsmanagern ist ferner ein besonderes Augenmerk auf deren Restrukturierungsexpertise, ausreichende personelle Ressourcen und eine mindestens einen Wirtschaftszyklus umfassende Investitionserfahrung zu werfen.

Ergänzung des Portfolios um Specialty Lending Strategien

Eine weitere Option zur Portfoliooptimierung bieten Nischenstrategien innerhalb des Private Debt Universums, die nicht zur Finanzierung von Private Equity Transaktionen verwendet werden und daher von den beschriebenen Marktentwicklungen weitgehend unbeeinflusst sind. Diesen teilweise auch als „Specialty Lending“ bezeichneten Fremdkapitalstrategien ist gemeinsam, dass sie auf spezielle Finanzierungsanlässe abzielen, für die aufgrund hoher Komplexität deutlich weniger Kapital zur Verfügung steht. Hierbei sind Sektoren oder Situationen angesprochen, die eine besondere Expertise und Erfahrung der Manager erfordern wie beispielsweise die Beurteilung der Werthaltigkeit

bestimmter Assets (Spezialmaschinen, Verwertungsrechte, gebrauchte Flugzeuge, Baumaschinen etc.) oder die Bewertung von Patenten in Healthcare-Bereich. Die Kreditvergabe erfordert in all diesen Fällen sehr spezifisches Experten-Know-how. Die Absicherung der Kredite erfolgt regelmäßig durch erstrangige, über Vermögensgegenstände besicherte Kredite („Senior Secured Asset-based Loans“) mit relativ niedrigen Beleihungsgrenzen.

Gleichzeitig sind diese Spezialsituationen nicht beliebig skalierbar, und die vorzufindenden Fondsgrößen liegen daher in der Regel unter 500 Mio. USD/EUR. Viele dieser Fonds liegen somit unter dem Radar großer Investoren. Dies führt dazu, dass nur max. 10% des globalen Private Debt Fundraisings auf Specialty Lending Strategien entfällt und in dieser Marktnische ein aus Investorensicht vorteilhaftes Verhältnis von Kapitalangebot und -nachfrage herrscht. Für Investoren ist weiterhin attraktiv, dass die Kredite neben regelmäßigen Ausschüttungen aus Zinsen auch häufig zusätzliches Renditepotenzial über „Equity Kicker“ ermöglichen. Die nachstehende Abbildung grenzt Specialty Lending von den bekannten Segmenten Direct Lending und Mezzanine ab.

	Direct Lending	Mezzanine	Specialty Lending
Philosophie	<ul style="list-style-type: none"> Cashflow-orientiert 		<ul style="list-style-type: none"> Asset-orientiert
Kreditbasis	<ul style="list-style-type: none"> Hohe Unternehmensqualität im Sinne von Stabilität des Geschäftsmodells und daraus resultierender geringer Volatilität des Cash Flows 		<ul style="list-style-type: none"> Werthaltigkeit spezifischer physischer oder finanzieller Assets
Finanzierungsanlässe	<ul style="list-style-type: none"> Überwiegend Private-Equity-Transaktionen Sponsorless Corporate Situationen 		<ul style="list-style-type: none"> Heterogene, nischen-orientierte Finanzierungsanlässe Kein Private Equity Bezug
Instrumente	<ul style="list-style-type: none"> Senior Secured Unitranche 	<ul style="list-style-type: none"> Subordinated (Nachrang) Second Lien (Eigenkapital-Coinvestments) 	<ul style="list-style-type: none"> Senior Secured Warrants (o.ä. EK-Partizipation) Vorzugskapital mit Kreditcharakter
Renditetreiber	<ul style="list-style-type: none"> Zinsen Gebühren 	<ul style="list-style-type: none"> Zinsen Gebühren (Eigenkapitalgewinne) 	<ul style="list-style-type: none"> Zinsen, Gebühren Eigenkapitalgewinne Erwerb von Cashflows zu Discount
Zinsen/ % Gesamtrendite	<ul style="list-style-type: none"> 6 – 9% p.a. 100% 	<ul style="list-style-type: none"> 8 – 10% p.a. 50 – 75% 	<ul style="list-style-type: none"> 10%+ p.a. 60 – 75%
Nettorendite (Fondsebene)	<ul style="list-style-type: none"> 6 – 8% 	<ul style="list-style-type: none"> 8 – 11% 	<ul style="list-style-type: none"> 9 – 13%+

Obwohl sich ein großer Teil der Specialty Lending Fonds noch in einer frühen Fondsgeneration befindet, lassen sich dennoch Manager identifizieren, die eine bestimmte Strategie bereits über einen langen Zeitraum erfolgreich umgesetzt haben (viele als Finanzierungsabteilung eines großen Konzerns). Damit lassen sich selbst in Fondsgeneration eins oder zwei Strategien und Manager identifizieren, die einen nachhaltigen Track Rekord über einen längeren Zeitraum (idealerweise > 10 Jahre) hinweg vorweisen können. Aufgrund der geringen Korrelation zu anderen Segmenten des Private Debt Markts ermöglicht Specialty Lending eine weitere Risikodiversifikation bei gleichzeitig hoher Risikoabsicherung durch eine Kombination aus Elementen wie vorrangiger Besicherung, niedrigen

LTVs (oft deutlich <50%), stabilen Cash-Flows, sicheren Asset-/ Liquidationswerten, schneller Amortisation und Kauf zu Discounts.

Zusammenfassung und Fazit

Trotz der alles andere als idealen Ausgangssituation für neue Private Debt Engagements lassen sich bei entsprechender Selektion und konservativer Grundhaltung auch im aktuellen Umfeld aus unserer Sicht interessante Debt-Strategien identifizieren, die Investoren den Auf- oder Ausbau ihrer Private Debt Portfolios erlauben. Dabei ist jedoch eine detaillierte Analyse der unterliegenden Finanzierungen und der verschiedenen Marktsegmente unabdingbar. Auch wenn die historischen Verlustquoten für die Globale Finanzkrise darauf hinweisen, dass Investoren mit einem ausreichend diversifizierten Portfolio selbst in dieser Extremsituation kein Geld verloren haben, sollte der Schwerpunkt derzeit auf Strategien mit einem konservativen Risikoprofil liegen, auch wenn man dadurch auf einige Prozente Rendite verzichten muss. Letztlich bedeutet „ausreichend diversifiziert“ aber auch, dass ein über die Zeit konsistentes Investitionsverhalten verfolgt werden sollte, da auch in der aktuellen Marktlage ein Investitionsstopp langfristig eher kontraproduktiv wäre.



YIELCO Investments AG
Karlstr. 66 | 80335 München | Deutschland
www.yielco.com