

Marktkommentar Private Debt

Zu viel Kapital für zu wenige Opportunitäten?

München November/2017



Private Debt 2017 – Zu viel Kapital für zu wenige Opportunitäten?

Das weltweit festzustellende Interesse institutioneller Investoren an der Anlageklasse Private Debt hat in den letzten Jahren zu Rekordzuwächsen bei entsprechenden Fonds geführt. Das anhaltend niedrige Zinsniveau treibt eine stetig ansteigende Nachfrage nach alternativen Anlageformen wie Private Debt. Investoren, die heute ein Portfolio aus Leveraged Loans aufbauen möchten, stehen vor der Frage, ob dem gestiegenen Kapitalangebot auch eine entsprechende Nachfrage von Unternehmen gegenübersteht. Bei einem zu starken Überhang des Kapitalangebots drohen ansonsten sinkende Renditen und eine nicht risikoadäquate Bepreisung von Unternehmenskrediten.

In diesem Marktkommentar gehen wir der Frage nach, wie sich in den letzten Jahren in Europa die Nachfrage nach Leveraged Loans, die primär durch M&A-Aktivitäten und die Private-Equity-Industrie getrieben wird, und das Finanzierungsangebot, das von Banken, CLO-Fonds, Geldmarktfonds und Private Debt Fonds bereitgestellt wird, entwickelt haben. Die Beantwortung dieser Frage gibt Anhaltspunkte für die künftig zu erwartende Veränderung der Risikoprämien und die darauf abgestimmte Portfolioallokation. Die folgenden Analysen zeigen, dass die Unternehmensgröße der wichtigste Einflussfaktor für die Wettbewerbssituation ist und die verschiedenen Marktsegmente (Large Corporate vs. Upper-Mid-Market vs. Small-Mid-Market) unterschiedlich von dem zunehmenden Kapitalangebot betroffen sind. Die folgende Übersicht zeigt die Abgrenzung der drei Größensegmente und deren wichtigste Charakteristika.

	Large Corporate	Upper-Mid Market	Small-Mid Market
EBITDA	> 75 Mio. EUR	25 – 75 Mio. EUR	< 25 Mio. EUR
Durchschnittliches Kreditvolumen (Senior Loans)	400 Mio. EUR	250 Mio. EUR	50 Mio. EUR
Covenants (aktuell)	0 – 1	1 – 2	3 – 4
Liquidität/Sekundärmarkt	Sehr liquide	Semi-liquide	Illiquide
Syndizierung	Breites Syndikat	Syndikat/Club Deal	Club Deal/Einzelkreditgeber
Arranger	Banken	Banken, Private Debt Fonds	Private Debt Fonds, z. T. lokale Banken
Investoren	Großbanken, CLOs, Geldmarktfonds	Private Debt Fonds, CLOs, z. T. Großbanken	Private Debt Fonds, lokale Banken

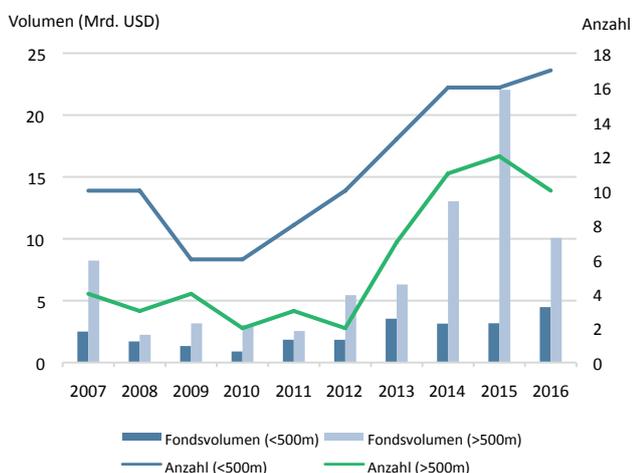
Fitch Ratings, Leveraged Finance Primer, 2016; YIELCO Schätzungen

Der weitaus überwiegende Teil der Aktivitäten von Private Debt Fonds betrifft Unternehmen mit einem EBITDA von 25 bis 50 Mio. EUR, teilweise auch bis 75 Mio. EUR. Obwohl zuletzt vereinzelt auch größere Unternehmen mit Private Debt finanziert wurden, ist das Large Corporate Segment weiterhin die Domäne von Großbanken, die syndizierte Kredite oder Kapitalmarktfinanzierungen arrangieren und an institutionelle Investoren, Geldmarktfonds oder CLOs weiterplatzen. Mit sinkenden Unternehmensgrößen sind dann auch Private Debt Fonds in der Lage, die benötigte Fremdfinanzierung allein oder in Club Deals bereitzustellen. Vor allem durch schnellere Kreditentscheidungen, längere Laufzeiten und flexiblere Tilgungspläne sowie ihre Handlungsfähigkeit in komplexen Unternehmenssituationen bieten Private Debt Fonds Vorteile gegenüber einer traditionellen Bankfinanzierung.

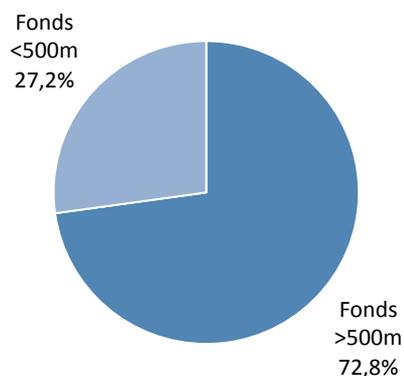
Während Banken erstrangige Kredite (Senior Secured Loans) typischerweise „nur“ bis zum 4,5-fachen des EBITDA zur Verfügung stellen, erhalten Unternehmen über sogenannte „Unitranches“ Finanzierungen bis zum 6,0-fachen des EBITDA. Obwohl auch Unitranches rechtlich Senior Secured Loans sind, müssen sie wirtschaftlich als Mischung aus erst- und nachrangigen („Mezzanine“) Krediten betrachtet und mit einer entsprechenden Risikoprämie versehen werden. Insbesondere war zuletzt vermehrt zu beobachten, dass Unitranches durch den Arranger (häufig ein Private Debt Fonds) in eine First-Out- (vorrangig) und eine Last-Out-Tranche (nachrangig) gesplittet werden, wobei die vorrangige Tranche an sehr konservative Investoren verkauft wird und der Private Debt Fonds die nachrangige Tranche behält. Diese erreicht durch die Tranchierung zwar eine höhere Rendite, trägt jedoch auch ein entsprechend höheres Risiko.

Die Analyse der Markt- und Wettbewerbssituation am europäischen Private Debt Markt beginnt mit der Betrachtung der Entwicklung des Kapitalangebots, das von Private Debt Fonds zur Verfügung gestellt werden kann. Die folgende Abbildung zeigt, dass das Fundraising für entsprechende Fonds seit der Finanzkrise stetig zugenommen hat. Der Markt wird dabei von Fonds mit einem Zeichnungskapital von mehr als 500 Mio. USD dominiert, während das Fundraisingvolumen kleinerer Private Debt Fonds deutlich weniger stark anstieg.

Fundraising europäischer Private Debt Fonds



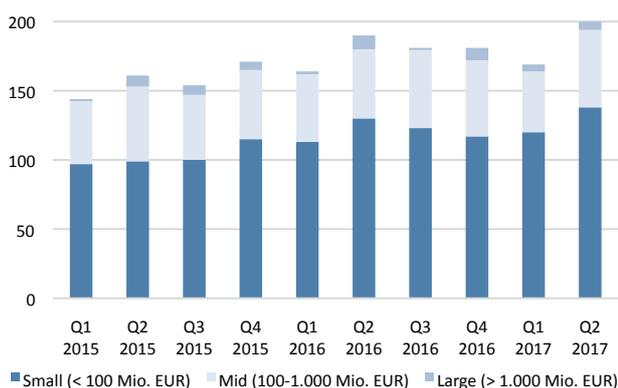
Verteilung der Fundraisingvolumina nach Fondsgröße



Ca. 73 % des in Europa seit 2007 insgesamt eingeworbenen Fondskapitals entfällt auf Fonds mit einem Volumen von mehr als 500 Mio. USD. Mit steigendem Volumen konkurrieren die Fonds zunehmend mit Syndicated Loans/Banken und Kapitalmarktfinanzierungen wie High Yield Bonds und müssen daher sowohl aggressivere Finanzierungen akzeptieren, als auch Kompromisse bei Vertragsklauseln (Covenants) eingehen.

Der Wettbewerbsdruck wird dadurch verstärkt, dass das Volumen an größeren M&A-Transaktionen im gleichen Zeitraum kaum zugenommen hat (siehe untenstehende Grafik). Damit herrscht ein deutlich intensiverer Wettbewerb bei der Finanzierung größerer Transaktionen (Unternehmen mit einem EBITDA über 25 Mio. EUR) im Vergleich zum Lower-Mid-Market-Segment, das dagegen ein deutlich attraktiveres Verhältnis von Kreditangebot und -nachfrage bietet.

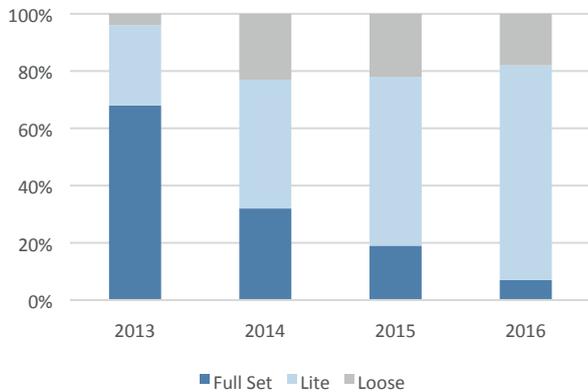
Transaktionsanzahl nach Marktsegment



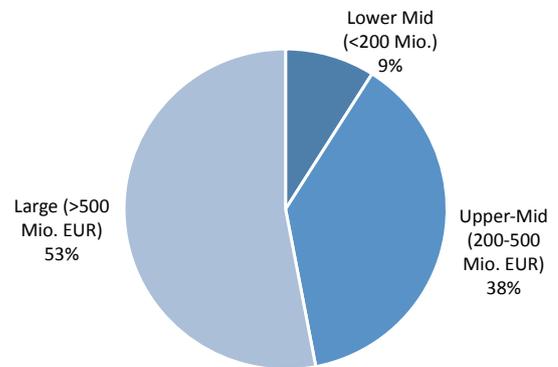
Unqoute Data, 2017 (umfasst europäische M&A Transaktionen)

Auch die Betrachtung verschiedener Risikoaspekte zeigt die relative Vorteilhaftigkeit kleinerer Transaktionen. Aufgrund des zunehmenden Wettbewerbs in den letzten drei Jahren ist ein deutlicher Rückgang von Covenants zu beobachten. Covenant Lite (0-1 Covenants) und Covenant-Loose (1-2 Covenants) Deals dominieren inzwischen den Markt. Mit einem Anteil von 91 % sind Covenant-Lite Deals überwiegend im Large- und Upper-Mid-Market zu finden, wie die Abbildungen auf der nächsten Seite verdeutlichen. Im Gegensatz dazu hatten 70 % der Lower-Mid-Market Deals im betrachteten Zeitraum ein vollständiges „Covenant Set“.

Entwicklung der Covenants (2013-2016)



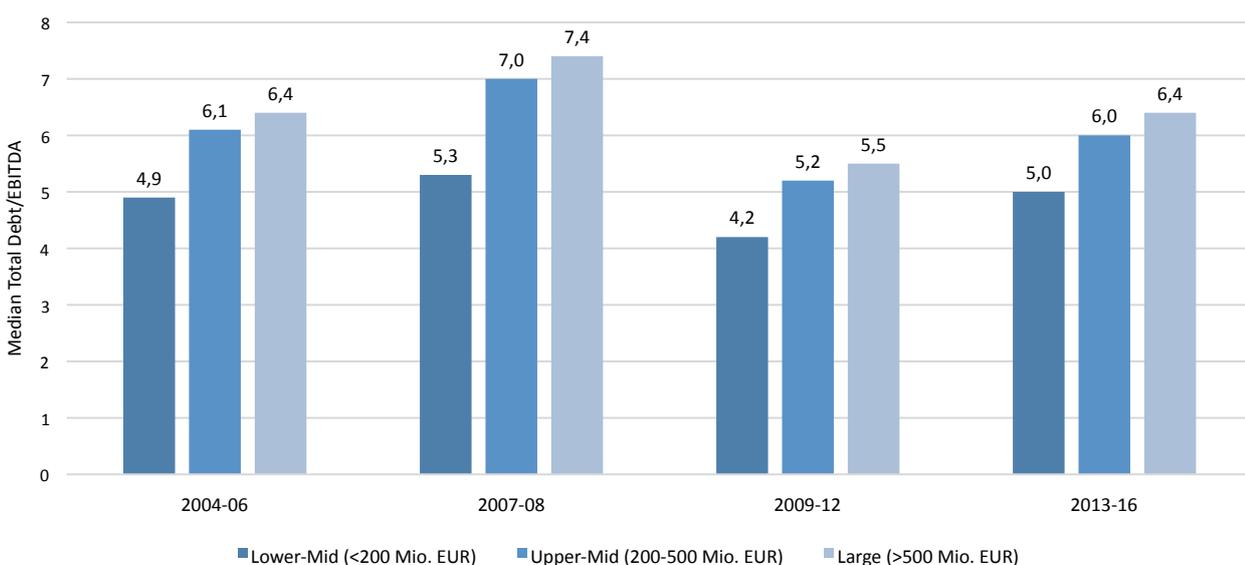
Anteil an Cov-Lite Deals nach Dealgröße (2013-2016)



Fitch Ratings, Credit Opinions Database, 2016

Auch die Analyse der Verschuldungsgrade zeigt ein deutliches Bild. Mit steigender Unternehmensgröße nimmt auch die durchschnittliche Verschuldung zu. Dieser Effekt ist unabhängig vom betrachteten Zeitraum, wie die nachstehende Grafik verdeutlicht. Die durchschnittliche Gesamtverschuldung großer Unternehmen (gemessen als Vielfaches des EBITDA) liegt um 30 bis 40 Prozent über der kleiner Unternehmen.

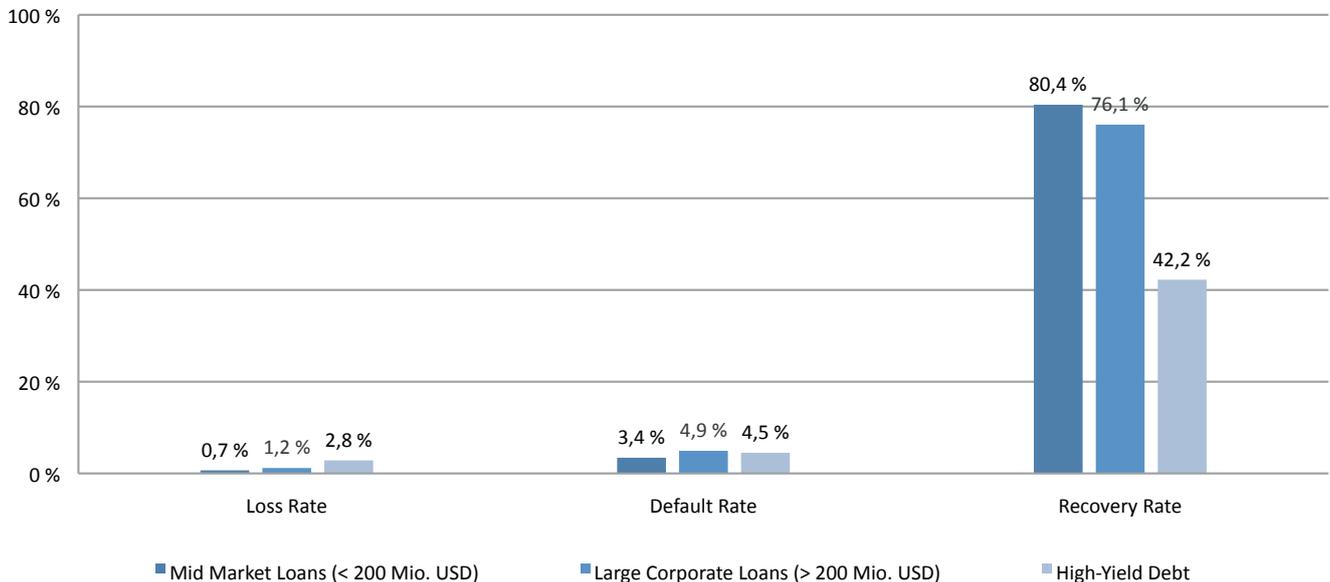
Median Total Debt/EBITDA Multiples nach Marktsegment



Fitch Ratings, Credit Opinions Database, 2016 (Marktsegment eingeteilt nach Kreditvolumen)

Dieser deutliche Größeneffekt wird in der Regel damit begründet, dass größere Unternehmen ein stabileres operatives Geschäft aufweisen und folglich höhere finanzielle Risiken schultern können. Dies ist zwar grundsätzlich richtig, die wesentliche Frage ist jedoch, ob das geringere operative Risiko nicht durch das höhere Finanzierungsrisiko überkompensiert wird. Wie die folgende Analyse der Verluststatistiken von US-Loans über die letzten fast 20 Jahre zeigt, ist genau dies der Fall (vergleichbare Daten für Europa sind leider nicht verfügbar). Der realisierte Kapitalverlust, gemessen als jährlich abzuschreibender Anteil des investierten Kapitals („Loss Rate“), betrug für Mid-Market Loans durchschnittlich nur 0,7 % jährlich. Für High Yield Bonds, die nur von großen Unternehmen begeben werden können, lag die Verlustquote dagegen bei 2,8% jährlich oder dem Vierfachen im Vergleich zu kleinen Unternehmen. Auffallend ist weiterhin die große Differenz bei den Recovery Rates. Je größer das Unternehmen, desto schwieriger ist es offensichtlich, in einer Defaultsituation die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen und zeitnah Maßnahmen zu ergreifen, die die Werthaltigkeit der vergebenen Kredite gewährleisten.

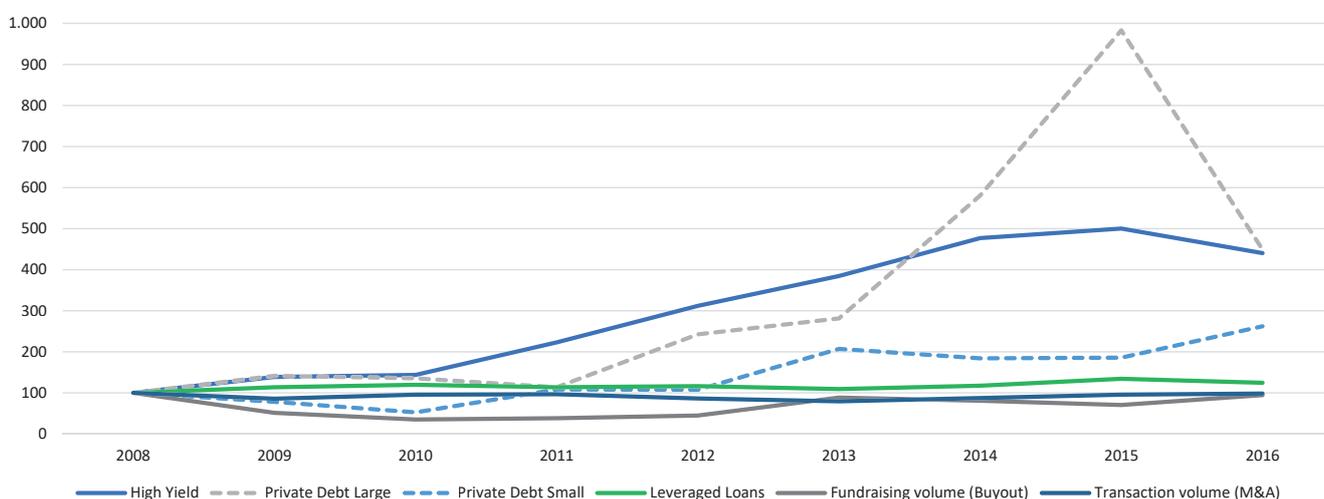
Risikomaße für Mid-Market, Large Corporate Loans und High-Yield Debt in den USA (1998 – 2015)



TIAA, *Private Debt: The opportunity for diversification with illiquid assets*, 2016

Während die oben genannten Argumente jeweils separat auf Angebot und Nachfrage eingingen, zeigt die nachstehende Abbildung beide in einer einfachen Gegenüberstellung. Hierzu wurden die Entwicklungen von Angebot (Fundraising für Private Debt Fonds) und Nachfrage (Fundraisingvolumen Buyouts und M&A-Volumen) in Europa auf das Jahr 2008 normiert. In dieser Darstellung lässt sich deutlich erkennen, dass die Nachfrage nach Finanzierungen seit 2008 nur geringfügig zugenommen hat, während vor allem das Kapitalangebot durch größere Private Debt Fonds seit 2013 geradezu explodiert ist.

Entwicklung von Angebot und Nachfrage auf dem europäischen Markt (normiert)



Preqin (Private Debt, Private Equity), Fitch Credit Opinion Database (Leveraged Loans), imaa institute (Transaktionsvolumen); Private Debt Large umfasst Fonds > 500 Mio. USD; Private Debt Small umfasst Fonds < 500 Mio. USD

Wie die vorstehenden Analysen verdeutlichen, kann für Private-Debt-Finanzierungen im Lower-Mid-Market mit einem deutlich attraktiveren Rendite-Risiko-Profil im Vergleich zu größeren Finanzierungen gerechnet werden. Insbesondere vor dem aktuellen Markthintergrund mit hohen Bewertungen und aggressiven Verschuldungsniveaus sollte eine möglichst konservative Portfoliostrategie gewählt werden, um Risiken zu begrenzen. Der Lower-Mid-Market zeichnet sich durch konservative Verschuldungsgrade (i.d.R. unter 4,0x EBITDA), wirkungsvolle Vertragsklauseln (Covenants) und damit eine hohe Kontrolle durch die Gläubiger (keine Syndizierungen, oft nur ein oder wenige Kreditgeber) aus. Der im Lower-Mid-Market festzustellende stabile Dealflow ermöglicht Managern kleinerer Fonds (Fondsgrößen im Bereich von 500 Mio. EUR) eine zügige Investition des Fondskapitals bei gleichzeitig hoher Selektivität.

Aufgrund der höheren Volatilität kleinerer Unternehmen ist eine ausreichende Streuung des Kreditportfolios unerlässlich. Dabei wird üblicherweise ein Portfolio aus 100 bis 150 Krediten als ausreichend diversifiziert betrachtet. Der Aufbau eines Direktportfolios in dieser Größenordnung ist für die meisten Investoren hingegen nicht möglich.

Bei entsprechendem Know-how und Ressourcen kann durch die Zeichnung von 4 – 5 Fonds eine entsprechende Streuung erzielt werden; allerdings ist hierfür aufgrund der üblichen Mindestzeichnungssummen ein Investitionsbetrag von mindestens 50 Mio. EUR erforderlich. Für kleinere Anlagesummen bietet sich daher die Investition über einen Private Debt Dachfonds an, wodurch die möglichen Risiken deutlich reduziert werden. Dies ist insbesondere im aktuellen Umfeld hoher Verschuldungsgrade von nicht zu vernachlässigender Bedeutung. Der Portfolioaufbau über einen Dachfonds bietet darüber hinaus weitere Vorteile:

- / Die zeitliche Diversifikation über mehrere Vintagejahre bedeutet letztlich eine Investitionsperiode von mindestens sechs Jahren, wodurch negative Auswirkungen einer möglichen Kreditkrise deutlich abgemildert werden.
- / Die Auswahl von 6 – 8 Fondsmanagern reduziert das Managerrisiko.
- / Durch die Beimischung von US-Fonds erhalten Investoren Exposure zum etablierten Private Debt Markt in den USA und erzielen auch regionale Diversifikationseffekte.
- / Die Fokussierung auf „echte“ Senior Secured Loans (statt Unitranches, die zwar formell, aber nicht wirtschaftlich Senior Secured Loans sind) bedeutet, dass die Investoren die sicherste Position in der Kapitalstruktur einnehmen.



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