

Entwicklung des Private Debt-Markts seit der Finanzkrise und aktuelle Marktsituation

Timingüberlegungen bei Private Debt Investments

Die meisten Marktbeobachter gehen davon aus, dass wir uns derzeit in der Endphase des Kreditzyklus befinden und ein Abschwung in absehbarer Zeit bevorsteht. Hohe Verschuldungsgrade, starker Wettbewerbsdruck und das Aufweichen der Kontrollrechte in Kreditverträgen für Buyout-Finanzierungen werden als Vorboten der nächsten Kreditkrise gesehen.

Für Investoren, die ihrem Portfolio auch in diesem Umfeld Direct Lending-Strategien hinzufügen möchten, stellen sich die Fragen des Timings und der Risikobewertung des Neuengagements. Um den Effekt des Timings auf die Rendite und das Risiko von Private Debt Investments beurteilen zu können, hat Yielco Investments eine Analyse zur Performance von Private Debt in der letzten Finanzkrise durchgeführt, die Antworten auf diese Frage liefern kann.

Hohe Verschuldungsgrade im Private Equity-Bereich

Die Gründe für den Rückzug von Banken aus dem Leveraged Loan-Markt und die zunehmende Bedeutung von Private Debt-Fonds sind hinreichend bekannt und sollen daher hier nicht ausgeführt werden. Ferner dürften sich die meisten Investoren bewusst sein, dass die Verschuldungsgrade im Bereich Private Equity inzwischen Werte erreicht haben, die zuletzt vor der Finanzkrise festzustellen waren. Damit sind die Risiken für Investoren insbesondere in den letzten Jahren deutlich angestiegen, während die Renditen gleichzeitig aufgrund des hohen Kapitalzustroms unter Druck gerieten – und dies vor allem im Upper Mid Market.

Rendite und Risiko von Private Debt in Abhängigkeit vom Kreditzyklus

Während die hohen Leverage-Niveaus nahelegen, dass die aktuelle Marktlage nicht die attraktivsten Investitionsmöglichkeiten bietet, ist eine Strategie des Abwartens aufgrund der fehlenden Anlagealternativen ebenfalls nicht sinnvoll. Um das Timingrisiko besser beurteilen zu können, haben wir daher untersucht, welchen Effekt der Zeitpunkt der Kreditvergabe auf die Rendite und das Risiko von Private Debt Investments in der letzten Finanzkrise hatte. Hierzu wurden Daten von Cepres verwendet, die bis 2004 zurückreichen und damit einen ausreichend langen Zeitraum vor der Finanzkrise 2008 erfassen. Um Bewertungseffekte auszuschließen, wurden nur vollständig realisierte Transaktionen aus den USA und Europa für die Analyse herangezogen. Insgesamt

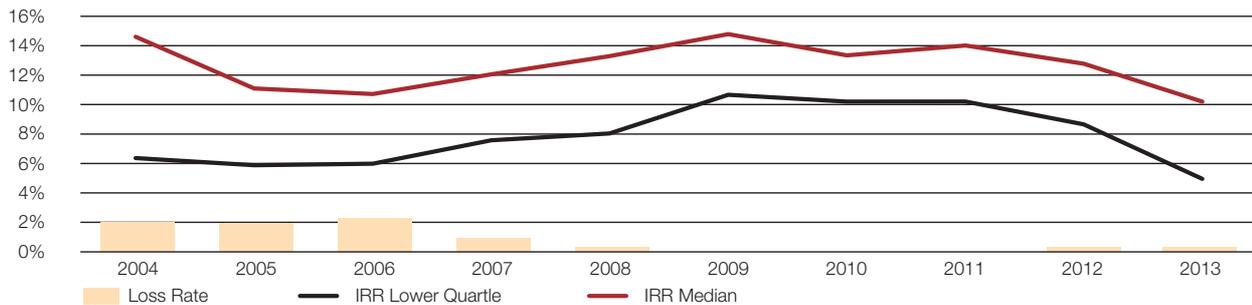
wurden mehr als 16.000 Kredite mit einem Gesamtvolumen von über 140 Mrd. USD in die Analyse einbezogen. Es ist zu beachten, dass der Private Debt-Markt nach der Finanzkrise primär durch Direct Lending (Senior- und Unitranche Loans) bestimmt wird, während bis 2010 Mezzanine-Kredite den Markt dominierten. Die historischen Renditen und Ausfallraten sind daher nur eingeschränkt auf die heutige Marktsituation übertragbar.

Für die Analyse wurde die Perspektive eines Investors mit einem breit gestreuten Portfolio von mindestens 100 Krediten eingenommen, das über einen Zeitraum von circa sechs Jahren bzw. auf Fondsebene drei Vintagejahre aufgebaut wurde. Für dieses Portfolio wurde untersucht, wie sich die Renditen (IRRs) und Verlustquoten¹ in Abhängigkeit von seinem Startzeitpunkt verhalten hätten. Dabei wurden einerseits die über einen Sechsjahreszeitraum rollierenden Bruttorenditen auf Transaktionsebene und andererseits die Nettorenditen von Fonds rollierend über drei Vintagejahre betrachtet (dies unterstellt eine Mindestinvestitionsphase der Fonds von drei Jahren).

Durch den Effekt der zeitlichen Diversifikation zeigt sich eine deutliche Reduzierung der Verlustquoten. Investitionen, die erst in der Krise 2008 getätigt wurden, weisen bereits eine sehr geringere Verlustquote von circa 5% auf. Die höchsten Verluste mussten Investoren verkraften, die in den vier Jahren vor der Krise (2004 bis 2007) investiert haben. Doch auch für diese schlug sich das höhere Risiko letztlich nur in einzelnen (Teil-)Ausfällen nieder, während die positiven Gesamrenditen selbst für die 25% schlechtesten Transaktionen zeigen, dass die Verluste auf Portfolioebene überkompensiert werden konnten und eine positive Gesamrendite resultierte. Diese war übrigens am höchsten für Portfolios, deren Aufbau zum Höhepunkt der Krise begann.

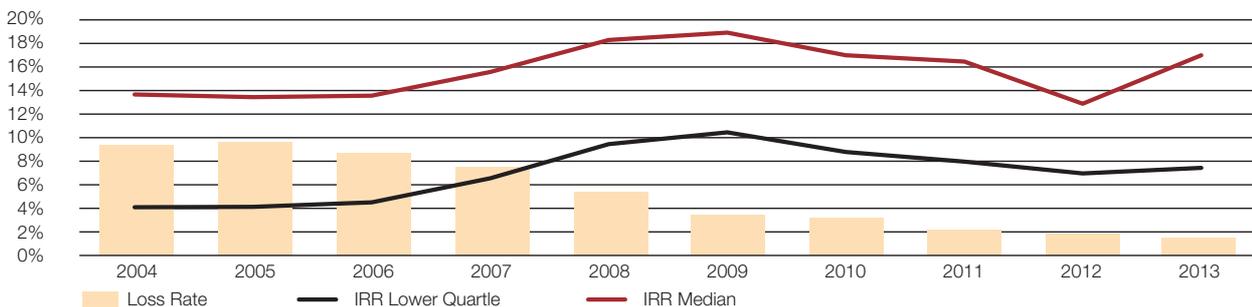
¹ Loss Rate = Kapitalverlust in % des investierten Kapitals über die gesamte Haltedauer

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



Quelle: Yielco Investments

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



Quelle: Yielco Investments

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

Fazit

Wie die Analyse zeigt, liegt der beste Einstiegszeitpunkt zum Aufbau eines Private Debt-Portfolios auf dem Höhepunkt einer Krise, während man mit Investitionen vor und nach den Krisenjahren geringere Renditen erzielt. Allerdings ist es kaum möglich, diesen Zeitpunkt exakt zu bestimmen. Daher besteht die beste Investitionsstrategie unabhängig vom Einstiegsmoment 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.

Dr. Matthias Unser

ist Vorstand der Yielco Investments AG, München. Das Unternehmen ist fokussiert auf alternative Anlagen, die nachhaltige und stabile Erträge generieren. Die Assetklassen Infrastruktur, Private Debt und Private Equity (Special Situations) bilden den Schwerpunkt des Leistungsangebots.

