



Steigende Zinsen voraus? Private Debt als Zins-Hedge!

Investment Advisory & Solutions – Investoren-Perspektive Q3 2021

Im Bereich *Investment Advisory & Solutions* haben wir in den letzten Jahren Portfolien im Gesamtvolumen von 5,7 Mrd. Euro für institutionelle Kunden im Privatmarktbereich aufgebaut und kennen daher die Perspektive eines Investors bestens. „Investoren-Perspektive“ – unsere Erfahrungen und Erkenntnisse, wollen wir in Zukunft quartalsweise mit Ihnen teilen und dabei auf für Investoren relevante und aktuelle Themen sowie Trends innerhalb der Privatmärkte eingehen. Wir freuen uns auf Ihre Fragen oder Feedback.

In dieser Ausgabe betrachten wir warum sich die Anlageklasse Private Debt auch im Umfeld steigender Zinsen gegenüber liquiden, festverzinslichen Anlagen behaupten kann und wie die Anlageklasse dabei hilft die Renditelücke zu schließen. Dabei zerlegen wir die Gesamtrendite in die relevanten Komponenten und stellen die Vorteile gegenüber liquiden, festverzinslichen Anlagen heraus.

Wir zeigen anhand von einzelnen Transaktionen, dass Private-Debt-Investitionen einen höheren Spread als liquide Anlagen mit vergleichbarem ökonomischen Risiko erzielen können. Mit Hilfe eines gemeinsam mit der European Business School Wiesbaden entwickelten Indikators stellen wir zudem die historische Entwicklung der Spread-Komponente dar, die für die Illiquidität- und Komplexität von Private-Debt-Investitionen entschädigt.

Private Debt – Markteinblick und Klassifizierung

Wir definieren Private Debt als sämtliche nicht an öffentlichen Märkten gehandelte Fremdkapitalforderungen, unabhängig von Schuldner, juristischem Format oder der Seniorität. Damit handelt es sich bei Private Debt nicht um Wertpapiere, sondern um bilateral vereinbarte Kreditverträge. Das größte Segment innerhalb von Private Debt ist der Bereich *Corporate Direct Lending*, also die direkte Kreditvergabe (*Origination*) an Unternehmen.¹ Durch Suche, Verhandlung und Abschluss der Kreditverträge durch den Private Debt Manager, grenzt sich die Anlageklasse von *Senior Bank Loans* ab, wo die Kreditvergabe weiterhin zum Großteil durch Banken und einer breiten Syndizierung erfolgt.

Der globale Private-Debt-Markt ist seit 2015 um über 70% auf 887 Milliarden USD gewachsen², bleibt aber im Vergleich zum High-Yield-Segment (Marktkapitalisierung 2.700 Milliarden USD) ein kleines Kreditsegment. Das Wachstum im Private-Debt-Markt ist im Wesentlichen durch den Rückzug der Banken aus der direkten Unternehmensfinanzierung bedingt. Diese Entwicklung ist vorwiegend durch die steigenden regulatorischen Anforderungen der Banken (bspw. Basel III und IV) im Nachgang zur globalen Finanzkrise 2008 getrieben.

¹ Neben der direkten Kreditvergabe an Unternehmen (*Corporate Direct Lending*) gibt es im Private Debt noch die Marktsegmente Infrastruktur, Immobilienfinanzierung, sowie direkt besicherte Finanzierungen von Investitionsgütern (bspw. Flugzeuge) und Handelsfinanzierungen.

² Preqin, 2021.

Insbesondere im *Mid Market Corporate Direct Lending*³ hat sich durch den Rückzug der Banken eine größer werdende Finanzierungslücke aufgetan.⁴ Dadurch eröffnen sich neue Investitionsmöglichkeiten für alternative Kreditgeber, diese lassen weiterhin Raum für zusätzliches Wachstum.

In der Folge möchten wir die Renditekomponenten der Anlageklasse Private Debt den Renditekomponenten vergleichbarer, festverzinslicher und liquider Anlagen gegenüberstellen. Die als Private Debt vergebenen Kredite setzen sich in der Regel aus einem variabel verzinsten Teil, der sich an einem Referenzzinssatz wie dem EURIBOR orientiert sowie einer fixen Spread-Komponente zusammen.

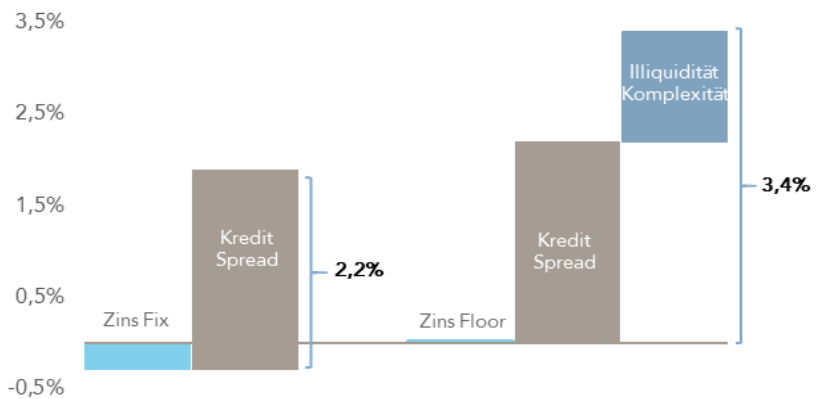


Abbildung 1: Vergleich High-Yield Bond und Private Debt Kredit

Abbildung 1 verdeutlicht dies anhand aktueller Marktdaten und einem vereinfachenden Beispiel. In unserem Beispiel kann ein Investor entweder eine Unternehmensanleihe oder mittelbar einen direkt vergebenen Kredit finanzieren. Anleihe und Kredit haben die gleiche Laufzeit. Die Gesamtrendite der Anleihe beträgt 1,9% und die des direkt vergebenen Kredits an das Unternehmen 3,4%. Wie es zu dem Renditeunterschied kommt und warum der direkt vergebene Kredit einen Beitrag zur Schließung der Renditelücke⁵ liefert betrachten wir im nächsten Abschnitt.

Zinskomponente

Die variable Zinskomponente ist in der Regel durch einen sogenannten Zins-Floor begrenzt, der sicherstellt, dass die variable Zinskomponente nicht negativ werden kann. Dies unterscheidet die Anlageklasse von klassischen festverzinslichen Wertpapieren. Wie unser Beispiel in Abbildung 1 anhand aktueller Marktdaten zeigt, sichert der Zins-Floor im aktuellen Marktumfeld bereits einen Zinsvorteil für Private-Debt-Kredite.

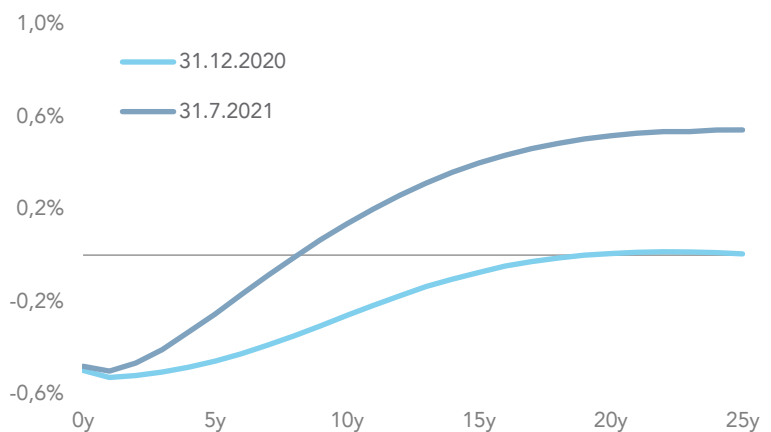


Abbildung 2: Zinsstrukturkurve

Abbildung 2 zeigt die Zinsstrukturkurve per Ende 2020 im Vergleich zum 31.7.2021. Auch nach dem Anstieg der Zinsen am langen Ende der Zinskurve im

Jahresverlauf, bleiben die Zinsen auf einem historisch niedrigen Niveau. In diesem Zinsumfeld ist es unwahrscheinlich, dass die Zinsen signifikant sinken werden. Die steilere Zinskurve per Ende Juli deutet vielmehr darauf hin, dass die Finanzmärkte mittelfristig steigende Zinsen erwarten. Dank der variablen Zinskomponente können Private-Debt-Kredite von solch einem Zinsanstieg direkt profitieren.

Auch in einem Szenario mit steigenden Zinsen wird der Rechnungszins, der zur Bewertung passivseitiger Verpflichtungen institutioneller Altersvorsorgeeinrichtungen herangezogen wird, durch die

³ Unter *Mid-Market Corporate Direct Lending* verstehen wir direkt vergebene Kredite an Unternehmen mit einem EBITDA zwischen 10 und 75 Millionen Euro.

⁴ Alcentra. What is the Status Quo in Direct Lending, 2021.

⁵ Als Renditelücke wird die Differenz von Rechnungszins und Marktrendite bezeichnet.

Berechnungsmethodik über die kommenden 5 Jahre weiter fallen (siehe Abbildung 3). Dadurch werden die Barwerte dieser passivseitigen Verpflichtungen weiter ansteigen. Im Gegensatz zu traditionellen Anlagen in liquiden, festverzinslichen Wertpapieren kann die variabel verzinsten Komponente von Private-Debt-Krediten als Zins-Hedge dabei helfen die Aktivseite der Bilanz zu stabilisieren. Die regelmäßige Anpassung der Zinskomponente an den Referenzzins ermöglicht es die Barwerte von Private-Debt-Krediten in diesem Szenario stabil zu halten.

Abbildung 3 zeigt auch, dass auch im Szenario mit steigenden Marktzinsen und dem fallenden Rechnungszins auf absehbare Zeit eine Renditelücke bestehen bleibt.

Private Debt kann durch die Vereinnahmung steigender Zinsen in Bestandsinvestitionen und der, im nächsten Abschnitt beschriebenen, Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie einen direkten Beitrag zur Schließung dieser Renditelücke leisten.

Spread-Komponente

Abbildung 4 zeigt die Entwicklung der Neuanlage-Spreads von Investitionen in Private Debt – *Corporate Direct Lending*, die von uns mandatierten Managern zwischen Q2 2019 und Q2 2021 getätigt haben. Diese Neuanlage-Spreads werden der Spread-Entwicklung von europäischen High-Yield Anlagen, mit vergleichbarem ökonomischen Risiko, gegenübergestellt.⁶ Die Spreads für Private Debt liegen während des betrachteten Zeitraums durchweg über den Spreads der liquiden Anlagen. Zudem unterliegen die Spreads der Private-Debt-Investitionen geringeren Schwankungen.

Während die liquiden Spreads in der Corona Krise stark gestiegen sind, sind die Spreads der von uns beobachteten Investitionen im Bereich Private Debt gesunken. Aufgrund der hohen Unsicherheit im Zusammenhang mit der Pandemie haben unsere Manager, vor allem in Q1 2020 und Q2 2020, nur Investitionen mit einem reduzierten Risiko und dementsprechend geringeren Risikoaufschlag getätigt.

Neben dem Spread zur Kompensation von Kreditrisiken, der auch auf liquiden Märkten verdient werden kann, zeichnet sich Private Debt auch durch eine Prämie für die „private Natur“ der Transaktionen und der damit verbundenen Illiquidität aus. Zudem lässt sich eine Prämie mit der passgenauen Ausgestaltung der Kreditverträge (Komplexität) erzielen.

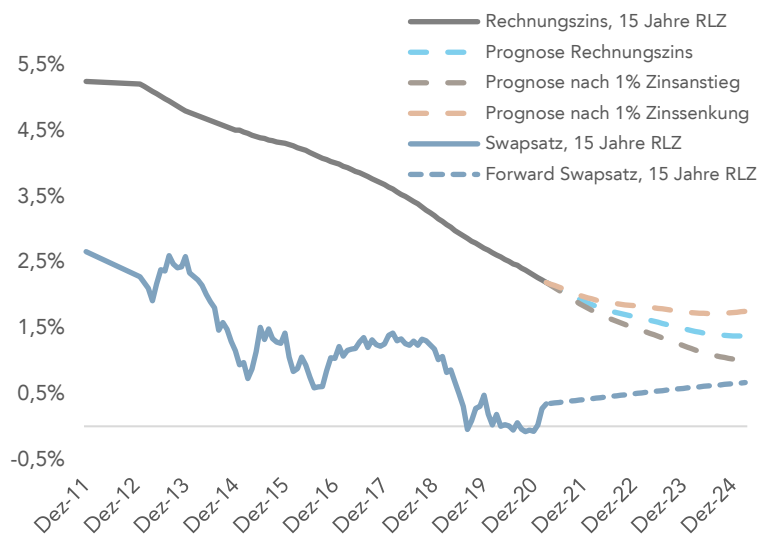


Abbildung 3: Rechnungszins und Renditelücke

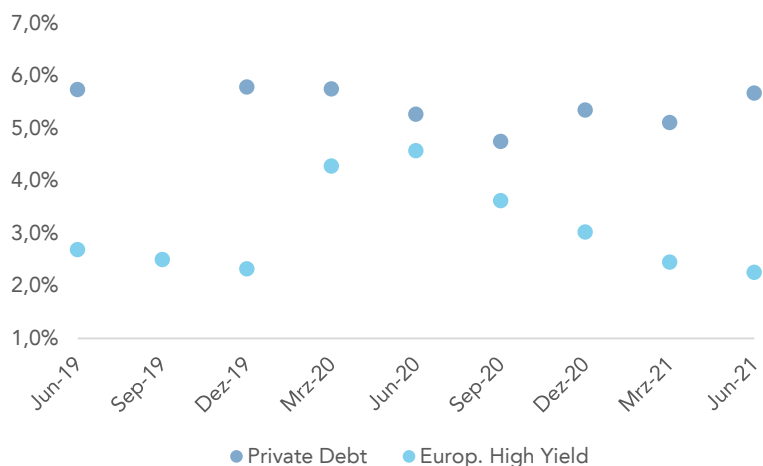


Abbildung 4: Neuanlage-Spreads seit Q2 2019

⁶ Sowohl der Spread für die Private Debt Loans, als auch der Spread der europäischen High Yield Anlagen sind um Gebühren korrigiert. Für europäisches High Yield nehmen wir Gebühren von 50bps an und für die Private Debt Loans werden die tatsächlich vereinbarten Gebühren abgezogen. Der gezeigte Spread für europäisches High-Yield ist der quartalsweise Durchschnitt des Index Z-Spread für den europäischen Bloomberg-Barclays BB-B Index.

In Zusammenarbeit mit der European Business School Wiesbaden hat Prime Capital einen Indikator entwickelt, der die Entwicklung dieser Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie abbildet.⁷ Der Indikator bereinigt Zinsen von Unternehmenskrediten um den risikolosen Zinssatz und die Kreditrisiko Komponente. Abbildung 5 zeigt, dass sich die Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie seit 2012 im Bereich von 100-160bps bewegt hat und während der Corona-Krise von ungefähr 120bps im Dezember 2019 auf 130bps per Ende März 2020 gestiegen ist. Aktuell liegt die Prämie bei 141bps.



Abbildung 5: Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie

Fazit

Die Anlageklasse Private Debt eignet sich im aktuellen Umfeld als Anlageform um einen Portfoliobeitrag zur Absicherung gegenüber steigenden Zinsen zu leisten. Zudem leistet die Überrendite von Private Debt gegenüber liquiden Anlagen, bei geringerer Volatilität, einen elementaren Beitrag um die vorherrschende Renditelücke institutioneller Anleger zu schließen. Gerne sind wir Ansprechpartner für Ihre Portfoliosituation und erarbeiten gemeinsam mit Ihnen eine Anlagelösung und setzen diese nach Ihren Vorgaben um. Sprechen Sie uns dazu gerne an.

Über Prime Capital Investment Advisory & Solutions (IAS)

In der Einheit Investment Advisory & Solutions beraten wir institutionelle Kapitalanleger entlang des gesamten Investmentprozesses. Der Bereich verfügt über eine langjährige und nachweisliche Expertise in verschiedensten Privatmarktsegmenten sowie über fundierte Kenntnisse der regulatorischen Rahmenbedingungen, die für eine erfolgreiche Umsetzung notwendig sind. Dabei geht unser Ansatz über eine reine Beratungsfunktion hinaus und umfasst zudem die Umsetzung im Rahmen einer Kapitalanlageverwaltung sowie der Implementierung. IAS verfügt über nach internationalem Standard (ISAE) zertifizierte Prozesse und Kontrollen bei der Leistungsdurchführung sämtlicher Dienstleistungen.

Weitere Informationen über Prime Capital AG stehen unter www.primecapital-ag.com zur Verfügung.

Kontakt:



Sebastian Stehling
Head of Investment Advisory & Solutions
+49 69 9686 984 343
Sebastian.Stehling@primecapital-ag.com

⁷ Guizo, Gintschel und Paterlini. The Components of Private Debt Performance, The Journal of Alternative Investments 20 (4) 21-35, 2018.

Disclaimer:

Dieses Material richtet sich ausschließlich an Personen, die erfahrene oder bestehende Investoren in kollektiven Kapitalanlagen sind, professionelle Kunden sind oder anderweitig berechtigt sind, gemäß dem geltenden Angebot zu investieren. Dieses Material ist vertraulich und nur für die Person bestimmt, der es zur Verfügung gestellt wurde. Eine Kopie darf unter keinen Umständen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Prime Capital einer anderen Person als dem autorisierten Empfänger gezeigt, kopiert, übermittelt oder anderweitig gegeben werden. Die Verbreitung der hierin enthaltenen Informationen in bestimmten Rechtsordnungen kann eingeschränkt werden, und dementsprechend liegt es in der Verantwortung jedes potenziellen Anlegers, sich in Bezug auf die Einhaltung der einschlägigen Gesetze und Vorschriften zu überzeugen. Dieses Material dient den Informationszwecken, ist nur für Ihren Gebrauch bestimmt und stellt keine Einladung, Aufforderung oder ein Angebot dar, eines der genannten Produkte oder Dienstleistungen in Anspruch zu nehmen, oder zu kaufen oder zu verkaufen. Die bereitgestellten Informationen sollen keine ausreichende Grundlage für eine Investitionsentscheidung bieten. Die hierin enthaltenen Informationen sind vorläufig, dienen nur zu Diskussionszwecken, sind nur eine Zusammenfassung der wichtigsten Informationen, sind nicht vollständig und enthalten keine wesentlichen Angaben über den geplanten Fonds, einschließlich wichtiger Konfliktangaben und Risikofaktoren im Zusammenhang mit einer Investition in diesen Fonds, und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es besteht keine Verpflichtung, dieses Material zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser anderweitig zu benachrichtigen, falls die hierin genannten Informationen oder die hier in diesem Text dargelegte Meinung, Projektion, Prognose oder Schätzung sich ändert oder unzutreffend wird.