

Juni 2024

Privatkredit ist nicht gleich Privatkredit: Was Anleger in einem unsicheren Umfeld beachten sollten



Randy Schwimmer

Vice Chairman, Investor Solutions,
Churchill Asset Management

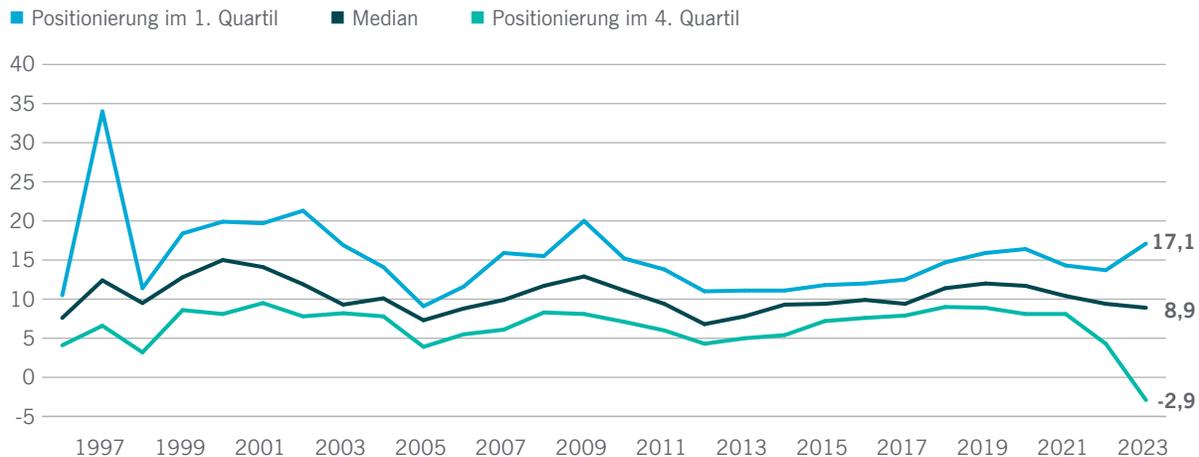
An den Zinsmärkten gewinnt die Anlageklasse Private Credit weiter Marktanteile. Nicht alle aber glauben, dass dieser Bedeutungsgewinn von Dauer sein wird. In den Medien und unter Analysten wurden zuletzt vermehrt Bedenken über die Risiken einer längeren Hochzinsphase für die Anlageklasse laut. Stehen die Private-Credit-Bewertungen auf einer soliden Grundlage oder könnte es zu einem Crash mit Dominoeffekt kommen, der das Finanzsystem in eine neue Krise stürzt?

Wir sind uns der Risiken des aktuellen Umfelds bewusst, halten aber eine differenziertere Herangehensweise für wichtig. Die historischen Renditen von Private-Credit-Managern fallen sehr unterschiedlich hoch aus (Abbildung 1), und gerade angesichts des unsicheren wirtschaftlichen Ausblicks ist ein disziplinierter Ansatz bei der Auswahl von Kreditnehmern erforderlich, um Anlegern einen Mehrwert zu bieten.

Gezielte Investitionen in das mittlere Segment des Marktes für mittelständische Kredite (den sogenannten „Core Middle Market“) bieten unserer Ansicht nach bessere relative Bewertungschancen und potenziell höhere risikobereinigte Renditen als Investitionen in andere Marktbereiche. Im Core Middle Market dominieren traditionell konservativ strukturierte Finanzierungen, die sich durch ein angemessenes Volumen, einen moderaten Leverage, eine höhere Eigenkapitalbeteiligung des Sponsors, strengere Gläubigerschutzklauseln (Covenants) und ein besseres Pricing (Credit Spreads) auszeichnen. Eine Fokussierung auf Kreditnehmer mit Private-Equity-Sponsor kann zudem Sourcing-Vorteile durch starke Beziehungen und lösungsorientierte Ansätze eröffnen.

Abb. 1: Sehr unterschiedliche Renditeerfahrungen im Private-Credit-Bereich

Netto-IRR (%)



Vergangenheitswerte sind keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft.
Datenquelle: Preqin, – North America Region Focus, Stand 31. Dez. 2023

Unserer Ansicht nach sollten Anleger mit Private-Credit-Managern zusammenarbeiten, die ihnen transparente, disziplinierte Investmentprozesse sowie Expertise in spezifischen Marktsegmenten bieten können, um Anlagechancen zu nutzen und von der Deal-Anbahnung bis zum Ende der Kreditlaufzeit solide Renditen zu erwirtschaften.

ORIGINATION: ABSTIMMUNG VON CHANCEN UND VEREINBARTEN RISIKOPARAMETERN

Für das Sourcing attraktiver Deals verantwortliche Origination-Teams müssen die Transaktionen mit den vereinbarten Risikoparametern abstimmen. Unserer Ansicht nach gibt es drei entscheidende Faktoren für eine erfolgreiche Origination: die Expertise des Managers im betreffenden Marktsegment, seine Fähigkeit Beziehungen aufzubauen und seine Kooperationsfähigkeit mit Private Equity-Unternehmen sowie die Herangehensweise an die Verhandlung der Konditionen. Eine Bewertung dieser Faktoren kann Anlegern erste Hinweise darauf geben, ob ein Manager in der Lage sein wird, geeignete Chancen aufzutun und die Konditionen der Transaktion auf die Bedürfnisse des Anlegers abzustimmen.

Wenn sich Private-Credit-Manager ausschließlich auf Private-Equity-finanzierte Unternehmen konzentrieren, ist die Fähigkeit, Beziehungen aufzubauen, von größter Bedeutung. Die Möglichkeit, auf einen Pool potenzieller Partner mit Markt- und Branchenexpertise zurückzugreifen, bedeutet in der Regel, dass Manager über eine große Pipeline attraktiver Deals verfügen, die ihnen durch

die starken, dauerhaften Beziehungen zu Private-Equity-Partnern zur Verfügung stehen.

Die Anzahl der starken Beziehungen eines Private-Credit-Managers führt unmittelbar zu einem breiteren Spektrum an Möglichkeiten und letztlich zu einer höheren Selektivität, die es dem Unternehmen ermöglicht, die allerbesten Deals zum Nutzen der Anleger auszuwählen.

Sehr erfahrene Manager, die auch schon vor der Finanzkrise von 2008 im Private-Credit-Bereich tätig waren, verfügen über wertvolle Portfolioeinblicke, die ihnen helfen können, auch in einem unsicheren Zins- und Wirtschaftsumfeld erfolgreich zu agieren. Dazu gehört der Einsatz ausgefeilter Portfolioanalysen und -systeme zur Generierung von Leistungskennzahlen (KPIs) für ausgewählte Branchen und Kreditnehmer.

Best-Practice-Plattformen treffen fundierte Echtzeit-Entscheidungen auf der Grundlage von Trends und der Performance der Portfoliounternehmen. Manager mit spezifischer Expertise in bestimmten Marktsegmenten sollten über die nötigen Ressourcen verfügen, um hochwertige Anlagechancen zu identifizieren.

Kreditgeber wie Churchill, die sich auf das traditionelle mittlere Marktsegment konzentrieren, verfügen über ein fundiertes Verständnis des Profils dieser Kreditnehmer. Obwohl die Konditionen je nach Risikobereitschaft und -toleranz des Managers variieren, sind sich die Kreditgeber in Bezug auf viele Parameter einig. Ein deutlich außerhalb dieser Parameter liegendes Pricing, Leverage und Gläubigerschutzpaket wird entweder als Fehleinschätzung des Marktes oder Ausdruck der Verzweiflung betrachtet.

Ein Manager, der über die nötige Erfahrung verfügt, um diese Marker zu interpretieren und mit den durchschnittlichen Bewegungen im mittleren Marktsegment zu vergleichen, ist besser positioniert, um zwischen attraktiven Konditionen und Warnsignalen zu differenzieren und so hochwertige Investitionsmöglichkeiten für Anleger aufzutun.

Die Deal-Angebote für Anleger werden sich in Qualität, Umfang und Risiko unterscheiden. Manager, die bei Transaktionen den Lead oder Co-Lead übernehmen, anstatt sie zu delegieren oder sich in den frühen Phasen eines Deals passiv zu verhalten, können jedoch die Konditionen so beeinflussen, dass sie den Anlegerbedürfnissen am besten entsprechen.

RISIKOPRÜFUNG: MEHRWERT DURCH FÜHRUNG

Private-Credit-Anlagen sind mit inhärenten Risiken verbunden. Anleger sind gegenüber Kreditnehmern exponiert, die aus verschiedenen Gründen nicht in der Lage sein können, ihren Kreditverpflichtungen nachzukommen. Die Minimierung von Zahlungsausfällen ist ein Nebenprodukt der Prüfung von Kreditnehmern in Bezug auf die Nachhaltigkeit ihrer Marktanteile, Dienstleistungen und Geschäftsmodelle.

Die Bonität der Kreditnehmer wird auf unterschiedliche Weise bewertet. Beispielsweise sollte der Manager prüfen, ob die Geschäftsmodelle potenzieller Kreditnehmer leicht replizierbar sind. Ist dies der Fall, könnte der Marktanteil des Kreditnehmers schnell schrumpfen, wenn Wettbewerber auf den Markt drängen. Ein Manager, der weiß, wie schwierig es für Wettbewerber ist, sich gegen das Geschäftsmodell des Kreditnehmers durchzusetzen, und wie sehr die Kunden auf die Produkte oder Dienstleistungen des Kreditnehmers angewiesen sind, kann besser einschätzen, wie sich das Geschäft des Kreditnehmers unter unterschiedlichen makroökonomischen Gegebenheiten entwickeln wird.

Für die Einschätzung eines potenziellen Kreditnehmers ist auch ein Verständnis seiner Abhängigkeit von Erlösströmen und seinem Kundenstamm wichtig. Geschäftsmodelle mit einer diversifizierteren Umsatz- und Kundenbasis sind gegenüber Geschäftsmodellen vorzuziehen, die sich auf eine einzige Dienstleistung oder einen einzigen Verbrauchertyp konzentrieren.

Selbst eine derart umfassende Prüfung eines Unternehmens bringt die Manager jedoch nur bedingt weiter. Um Anlegern Zugang zu unterschiedlichen hochwertigen Anlagemöglichkeiten zu bieten, müssen Private-Credit-Manager auch die strukturellen Unterschiede zwischen Branchen kennen.

Besonders wichtig ist dafür ein Verständnis der unterschiedlichen KPIs. Für Software-as-a-Service-Unternehmen zum Beispiel ist die monatliche Kundenbindung eine wichtige Kennzahl, für Produktionsunternehmen dagegen die Anlagenauslastung. Anbieter von Komponenten für das Stromnetz wiederum verfolgen monatliche Zahlen zu den Arbeitsrückständen. Verschiedene Branchen messen ihren Erfolg anhand unterschiedlicher Kriterien. Um potenzielle Kreditnehmer richtig zu bewerten, müssen Private-Credit-Manager diese Unterschiede verstehen.

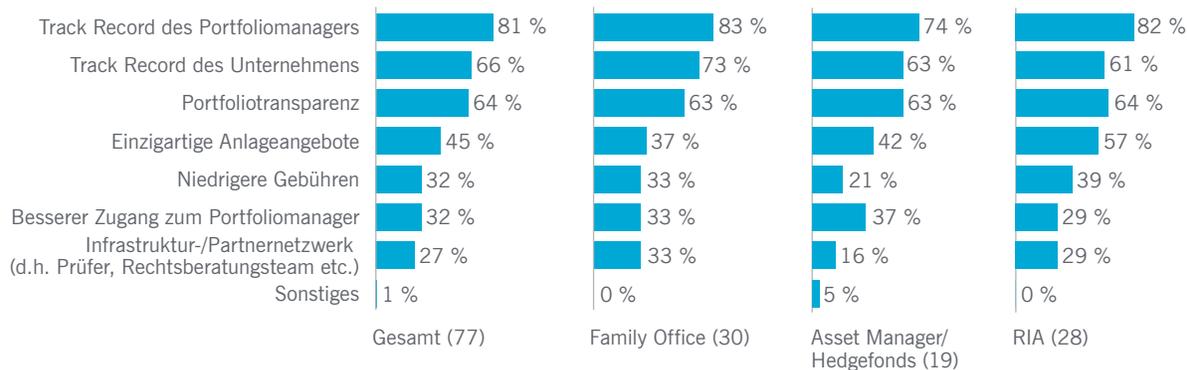
Es gibt keinen Einheitsansatz für Private Credit-Investments. Die Kreditnehmer unterscheiden sich stark in Bezug auf Geschäftstätigkeit, Umsatz, Wettbewerb, Sektor und Leistungsindikatoren. Mit einem Private Credit-Manager, der in der Lage ist, einen potenziellen Kreditnehmer aus verschiedenen Blickwinkeln und unter Berücksichtigung sektorspezifischer Erfolgsfaktoren zu betrachten, haben Anleger vielfältigere und gut geprüfte Anlagechancen.

RISIKOMANAGEMENT: DIVERSIFIKATION UND BEGRENZUNG DES RISIKOEXPOSURES

Das Risikomanagement beginnt vor der Deal-Anbahnung und hat auch nach der Vergabe eines Kredits immer noch höchste Priorität. Unserer Ansicht nach fungieren die besten Private-Credit-Portfolios als eine Art „Firewall“ für Anleger, wenn liquide Anlagen in volatilen Märkten unter Druck stehen. Am besten bedient sind Anleger mit einem gut diversifizierten Portfolio, das verschiedene Kreditnehmer umfasst, die ein schwieriges Zins- oder Wirtschaftsumfeld vergleichsweise gut überstehen und Anlegern konsistente Renditen bieten können.

Um eine sinnvolle Diversifizierung zu erreichen, sollten Anleger nicht dem Mythos verfallen, dass größer besser ist. Größere Deals sind häufig mit einem höheren Leverage und schwächeren Covenants verbunden, was das Kreditrisiko erhöht.

Abb. 2: Die drei wichtigsten Kriterien, nach denen Anleger Kreditmanager auswählen, sind portfoliozentriert



Quelle: Coalition Greenwich 2023 Private Credit Market Structure Study. <https://www.greenwich.com/market-structure-technology/wealth-and-asset-managers-focus-private-credit>

Die Begrenzung des Risikoexposures über das Transaktionsvolumen ist nur ein Aspekt des Risikomanagements. Ein Großteil der Arbeiten zum Ausschluss schwächerer Kreditnehmer erfolgt vor der Deal-Anbahnung. Für einen bestmöglichen Schutz der Anleger auch nach dem Transaktionsabschluss sollten Private-Credit-Manager über etablierte Verfahren zur Identifizierung von Veränderungen in Portfoliounternehmen verfügen.

Um Einblicke in die Verfassung eines Unternehmens zu erhalten, können schon regelmäßige Überprüfungen von KPIs oder der Einhaltung von Covenants ausreichen. Wichtig ist auch ein Verständnis der Auswirkungen unterschiedlicher makroökonomischer Rahmenbedingungen auf die Portfoliounternehmen.

Für die Anleger ist es wichtig, dass die Manager auch nach dem Kreditabschluss die Aufsicht über die Portfoliounternehmen behalten, über die nötige Erfahrung verfügen, um Risikoindikatoren zu erkennen, und in der Lage sind, so zu handeln, dass Verluste minimiert werden.



Genauso wie Privatkredit nicht gleich Privatkredit ist, können nicht alle Private-Credit-Manager den Bedürfnissen der Anleger gerecht werden.

ZUSAMMENARBEIT MIT PRIVATE-CREDIT-MANAGERN ZUR MAXIMIERUNG DER ERFOLGSSCHANCEN

Private-Credit-Manager können eine zentrale Rolle bei der Erschließung von Anlagechancen für Investoren spielen. Angesichts der zunehmenden Bedeutung des Marktes für gut diversifizierte Portfolios ist es jedoch wichtig zu bedenken, dass nicht alle Kredittransaktionen die gleiche Qualität aufweisen.

Für Anleger, die sich erstmals in dieser Anlageklasse engagieren oder ihre Private-Credit-Allokationen ausbauen, kann die Zusammenarbeit mit einem Private-Credit-Manager der vielversprechendste Ansatz sein, um ihre Erfolgchancen zu maximieren. Dabei ist es wichtig, einen Manager auszuwählen, der nachweislich in der Lage ist, hochwertige Kreditnehmer in spezifischen Marktsegmenten frühzeitig zu identifizieren. Darüber hinaus sollte der Manager über die nötige Expertise verfügen, um die Performance des Kreditnehmers und die Stärke seines Geschäftsmodells zu beurteilen, sowie über die nötige Erfahrung für optimale Preisverhandlungen und die fortlaufende Analyse der Verfassung eines Kreditnehmers nach Abschluss der Kreditvereinbarung.

Genauso wie Privatkredit nicht gleich Privatkredit ist, können nicht alle Private-Credit-Manager den Bedürfnissen der Anleger gerecht werden. Am besten bedient sind Anleger mit Managern, die in der Lage sind, Anlagechancen mit den Risikoparametern des Anlegers abzustimmen, attraktive Konditionen und Preise auszuhandeln und effektiv auf Änderungen der Situation der Portfoliounternehmen zu reagieren.

Q&A



Brent Chase
Managing Director,
Head of Workouts

Erfahrene Private-Credit-Manager haben ein wachsames Auge auf ihre Portfoliounternehmen. Ihre Praktiken beruhen auf einer methodischen Überwachung und Berichterstattung, angefangen mit einer Form von Kreditbericht (Credit Surveillance Report, CSR).

Ganz egal, wie konsequent führende Direktkreditgeber bei der Anwendung von Best-Practices sind, sind Zahlungsausfälle nicht immer vermeidbar. Tatsächlich gehen wir von vornherein davon aus, dass es zu Ausfällen kommen wird, und bereiten uns auf diese Eventualitäten vor.

In einem kürzlich geführten Gespräch verriet Brent Chase, Head of Workouts bei Churchill, seine Geheimnisse für das erfolgreiche Management gestresster Portfoliofinanzierungen.

„Zunächst einmal muss man als Kreditgeber proaktiv bleiben und anderen Kapitalgebern, Eigentümern und der Unternehmensführung gegenüber klar kommunizieren, welche Richtung man einschlagen möchte. Andernfalls reagiert man nur auf die Strategien und Entscheidungen anderer, was zu suboptimalen Ergebnissen führen kann.“

„Umschuldungen erfordern eine sehr praxisnahe Überwachung. Cashflows sind ‚fragiler‘. Eine relativ geringe Performanceverfehlung kann erhebliche negative Auswirkungen auf die Liquidität haben. Durch frühzeitiges Erkennen von Abweichungen und eine enge Kommunikation mit dem Kreditnehmer bleibt genügend Zeit, um Probleme wie Liquiditätsengpässe rasch zu beheben. In unserem Fall ermöglichen LP-Investitionen in verschiedene Sponsorenfonds in schwierigen Situationen einen besseren direkten und aktiven Dialog mit den Sponsoren.“

Chase ergänzte: „Der Aufbau von Beziehungen zu den wichtigsten Akteuren der Kapitalstruktur kann helfen, ihre Motivationen und ihr Verhalten besser zu verstehen.“

Ganz gleich, ob man Koalitionen mit gleichgesinnten Kreditgebern eingeht oder Vereinbarungen mit anderen Akteuren der Kapitalstruktur treffen will, sollte man zum Telefon greifen. Neueinsteigern im Private-Credit-Bereich mag nicht klar sein, wie sehr der traditionelle Middle Market einem „Club“ ähnelt. Für den Anlageerfolg sind langjährige Beziehungen zu befreundeten Kreditgebern in verschiedenen Bereichen der Kapitalstruktur von großem Vorteil.“

„Die meisten Workouts im Middle Market enden nicht als Insolvenz nach Chapter 11s. Einvernehmliche Umschuldungen führen in der Regel zu den besten Ergebnissen und Verwertungsquoten. Um das zu erreichen, muss man mit Sponsoren zusammenarbeiten, die einen guten Track Record in Bezug auf die Unterstützung der problematischen Kreditnehmer in ihren Portfolios haben.“

Wie beginnt man den Workout-Prozess? „Unser Team prüft jeden gestressten Kredit neu, um zu ermitteln, warum das Unternehmen überhaupt vom erwarteten Pfad abgewichen ist. Man muss ganz von vorne anfangen. Ist es reparabel? Oft sind die ursprünglichen Kreditrisiken (oder auch Stärken) nicht mehr relevant, zum Beispiel aufgrund unvorhergesehener Veränderungen im Unternehmen, in der Branche oder im makroökonomischen Umfeld. Durch eine erneute Prüfung des Unternehmens kann man besser einschätzen, welche neuen negativen und positiven Faktoren die Performance heute und in Zukunft beeinflussen werden.“

„Es gibt so etwas wie Workout-Müdigkeit. Die Versuchung ist groß, Unternehmen als ‚irreparabel‘ abzutun. Aber es gibt auch ‚gute Unternehmen mit schlechten Bilanzen‘. Man muss geduldig sein und die betrieblichen Herausforderungen methodisch angehen. Ein objektiver Blick darauf, welche Aspekte des Geschäftsmodells noch funktionieren, hat erheblichen Einfluss auf die Schritte, die man ergreift, um die Verwertungsquote zu maximieren.“

”

Durch frühzeitiges Erkennen von Abweichungen und eine enge Kommunikation mit dem Kreditnehmer bleibt genügend Zeit, um Probleme wie Liquiditätsengpässe rasch zu beheben.

Weitere Informationen finden Sie unter [nuveen.com](https://www.nuveen.com).

Wichtige Hinweise

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für die Zukunft.

Diese Unterlagen werden ausschließlich für die Verwendung in privaten Besprechungen zur Verfügung gestellt und dienen ausschließlich Informations- und Gesprächszwecken. Diese Unterlagen sind nur für die Verwendung durch die vorgesehene Zielgruppe bestimmt und dürfen nur an Personen weitergegeben werden, an die sie rechtmäßig verteilt werden dürfen, Personen, die nicht unter diese Beschreibungen fallen, dürfen nicht auf der Grundlage der in diesen Unterlagen enthaltenen Informationen handeln. Jede für die Weiterleitung dieser Unterlagen an Dritte verantwortliche Stelle übernimmt die Verantwortung für die Einhaltung der örtlichen Gesetze, insbesondere der für die Werbung von Finanzprodukten geltenden Vorschriften. Die in diesen Unterlagen dargestellten Informationen gelten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als im Wesentlichen korrekt, jedoch wird keine (ausdrückliche oder stillschweigende) Zusicherung oder Gewährleistung hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen gegeben. Die Daten wurden als zuverlässig erachteten Quellen entnommen; diese Quellen können jedoch die Richtigkeit dieser Daten nicht garantieren. Die hierin enthaltenen Aussagen spiegeln die Meinungen zum Zeitpunkt der Erstellung wider und können ohne weitere Ankündigung geändert werden. Keine der in diesen Unterlagen enthaltenen Aussagen ist oder soll als Versprechen oder Darstellung in Bezug auf die Vergangenheit oder Zukunft gewertet werden. Dieses Dokument stellt weder einen Prospekt noch ein Angebot an die Öffentlichkeit dar. Durch die Bereitstellung dieser Unterlagen wird nicht beabsichtigt, dass ein öffentliches Angebot oder Werbung für Anlagendienstleistungen oder Wertpapiere wirksam wird. Es ist weder dazu beabsichtigt, eine gezielte Anlageberatung zu erbringen, einschließlich, aber ohne Beschränkung auf, Anlage-, Finanz-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerberatung, noch Empfehlungen über die Eignung für einen bestimmten Anleger abzugeben. Nuveen Real Estate ist ein verbundenes Unternehmen von Nuveen, LLC ("Nuveen"), der Investmentsparte von TIAA. Nuveen Real Estate ist ein Name, unter dem Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. Anlageprodukte und -dienstleistungen anbietet. Herausgegeben von Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. (RCS registriert unter der Nummer B-231052), amtlich eingetragen in Luxemburg mit dem eingetragenen Geschäftssitz 4A Rue Henri M Schnadt – 2530 Luxemburg), einem Unternehmen, das durch die Luxemburger Finanzaufsichtsbehörde CSSF zugelassen ist, unter Aufsicht ebendieser Behörde Anlageprodukte und -dienstleistungen anzubieten. Hinsichtlich Aktivitäten in Deutschland unterliegt die deutsche Niederlassung Nuveen Asset Management Europe S.à r.l. der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).