

GASTBEITRAG

Private-Debt-Fonds: Trend zur Disintermediation

Börsen-Zeitung, 8.12.2021

Die unbeständige Regulierung der Banken hat einige, insbesondere sehr langlaufende Finanzierungsformen zuletzt sehr erschwert. Hinzu kommt das Zinsniveau traditioneller Anlageformen, welches für institutionelle Anleger schon seit langem nicht mehr auskömmlich ist. So liegen die Renditen zehnjähriger Covered Bonds – eine in der Vergangenheit sehr prominente Position in der Bilanz einer jeden Versicherung und Pensionskasse – schon seit drei Jahren unter 1%. In diesem Umfeld haben sich Private-Debt-Fonds zu stark nachgefragten Anlagestrategien entwickelt. Denn sie ermöglichen es beispielsweise, in die den Covered Bonds zugrundeliegende Assets mit deutlich höheren Renditen direkt zu investieren.

Nicht von ungefähr gehören seit einiger Zeit gewerbliche Immobilienfinanzierungen zu den bevorzugten Investitionen, welche von spezialisierten Assetmanagern angeboten werden. Dabei reicht das Investitionsspektrum von Senior-Loans mit maximal 60% Loan to Value (LTV) über sogenannte Whole Loans (80% LTV) bis zur Ergänzung von Bankenfinanzierungen durch nachrangige Darlehen. Je nach Risikoneigung können Investoren so Renditen zwischen gut 2% bis zu knapp über 10% erzielen. Zudem gibt es die Möglichkeit zur gezielten Auswahl, welche Art von Immobilien man mit welchen Fristigkeiten finanzieren möchte – ein bedeutsamer Aspekt bei der Einschätzung des Risiko-Rendite-Profiles. Auch mit Fonds, die in Darlehen der öffentlichen Hand investieren, also die andere traditionelle Deckungsmasse von Covered Bonds, lassen sich signifikante Überrenditen erwirtschaften. Kommunal-darlehen können Versicherungen unter Solvency II mit Nullgewichtung erwerben. Die Optimierung der Solvenzkapital-Rendite ist in diesem Zinsumfeld ein wichtiger Aspekt, denn im Vergleich zu Staatsanleihen liegen die erwirtschafteten Renditen deutlich höher. Die Attraktivität von Private-Debt-Fonds für institutionelle Investoren liegt auf der Hand: Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke und andere Institutionen, die Pensionsgelder verwalten,

zeichnen sich durch die sehr lange Duration der Passivseite der Bilanz aus. Eine im Vergleich zu börsengehandelten Wertpapieren eingeschränkte Liquidität der Kapitalanlagen ist akzeptabel, sofern eine angemessene Illiquiditätsprämie erzielt werden kann. Genau dies ist bei Private Debt der Fall.

Wenn gemeinhin von Private-Debt-Fonds gesprochen wird, denken viele an die sehr großen Fonds, welche meist mehrere Milliarden an Kapitalzusagen einsammeln, und dann in ebenso große Übernahmefinanzierungen investieren. In der Regel sind dies Übernahmen durch „Financial Sponsors“, also Beteiligungsgesellschaften mit Erfahrung und eigenem Investment in das Übernahmeziel. Wir erachten bei Unternehmensfinanzierungen „Sponsorless“-Strategien als mindestens genauso attraktiv. Bei den besicherten Darlehen unterscheidet man in Cash-flow- sowie Asset-Based Lending. Bei letztgenannten ist es unerlässlich, dass der Assetmanager über hinreichende Erfahrungen nicht nur beim Bewerten der Sicherheiten hat, sondern diese im Fall der Fälle auch verwerten kann. Diversifiziert muss ein Fonds demnach nicht nur über Schuldner und Branchen sein, sondern eben auch über Sicherheiten. So eröffnen sich insbesondere mittelständischen Unternehmen neue Finanzierungsformen und den institutionellen Investoren hochrentierliche Anlagen – eine wirkliche Win-win-Situation.

Die aufsichtsrechtliche Behandlung verschiedenster Private-Debt-Investments unter Solvency II erfolgt grundsätzlich nach dem Prinzip der Durchschau unter Berücksichtigung von Risiko und Laufzeit der Darlehen. In Summe ergibt sich unseres Erachtens so ein stimmiges Bild, welches die Risiken analog traditionellen Anlageformen berücksichtigt. Das gilt auch für die Gegebenheiten spezieller Finanzierungen: Kommunal-darlehen sind wie Staatsanleihen nullgewichtet, qualifizierte Infrastrukturdarlehen benötigen weniger Solvenzkapital als „normale“ Unternehmensdarlehen und auch Immobilienfinanzierungen werden bevorzugt behandelt, solange sie die entsprechenden Kriterien von

Solvency II erfüllen. Etablierte Manager haben ihre Strategien diesbezüglich optimiert und liefern den Anlegern die entsprechenden Reports im Prinzip frei Haus.

Schwerer haben es Investoren, die nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz anlegen und die Fondsanteile direkt erwerben möchten. In aller Regel finden sich Anteile an Private-Debt-Fonds risikounabhängig in Quoten der Anlageverordnung, die eigentlich für riskantere Anlagen vorgesehen sind. Das erzeugt Konkurrenz mit Investments, die deutlich höhere Renditeerwartungen haben, wie etwa alternative Eigenkapital-Investments, Hedgefonds oder Rohstoffe. Zwar gibt es zahlreiche „Verpackungsmöglichkeiten“, um die Anrechnung in einer anderen Quote zu ermöglichen, aber letztlich geht dies am Kern der Sache vorbei. Äußerst wünschenswert wäre es, die Regulierung alternativer Anlageformen an deren individuellen Risiken anzupassen. Denn ansonsten verursacht der Regulator indirekt und sicher ungewünscht, dass zumindest in diesen Quoten viel höhere Risiken eingegangen werden, weil in der Mischung die Gesamrendite nicht ausreichen wird.

Ökonomisch sinnvoll

Von nahezu risikolosen Strategien über Spezialfinanzierungen bis hin zu „sportlichen“ Investments gibt diese Assetklasse je nach Rendite/Risiko-Präferenz der institutionellen Investoren einiges her. Dabei ergänzt häufig das Angebot der Debt-Fonds die zwischenzeitlich verringerten Finanzierungsmöglichkeiten der Banken. Dies auch gerade bei der Fristigkeit, welche aus Sicht der institutionellen Investoren in den wenig riskanten Strategien völlig problemlos ist. Ökonomisch erscheint das sich stetig vergrößernde Angebot damit sehr sinnvoll. Ein spezialisierter Assetmanager mit entsprechendem Marktzugang und Analysefähigkeiten ist jedoch unerlässlich.

.....
Thorsten Göttel, Partner und Private-Debt-Experte bei Dr. Hengster, Loesch & Kollegen