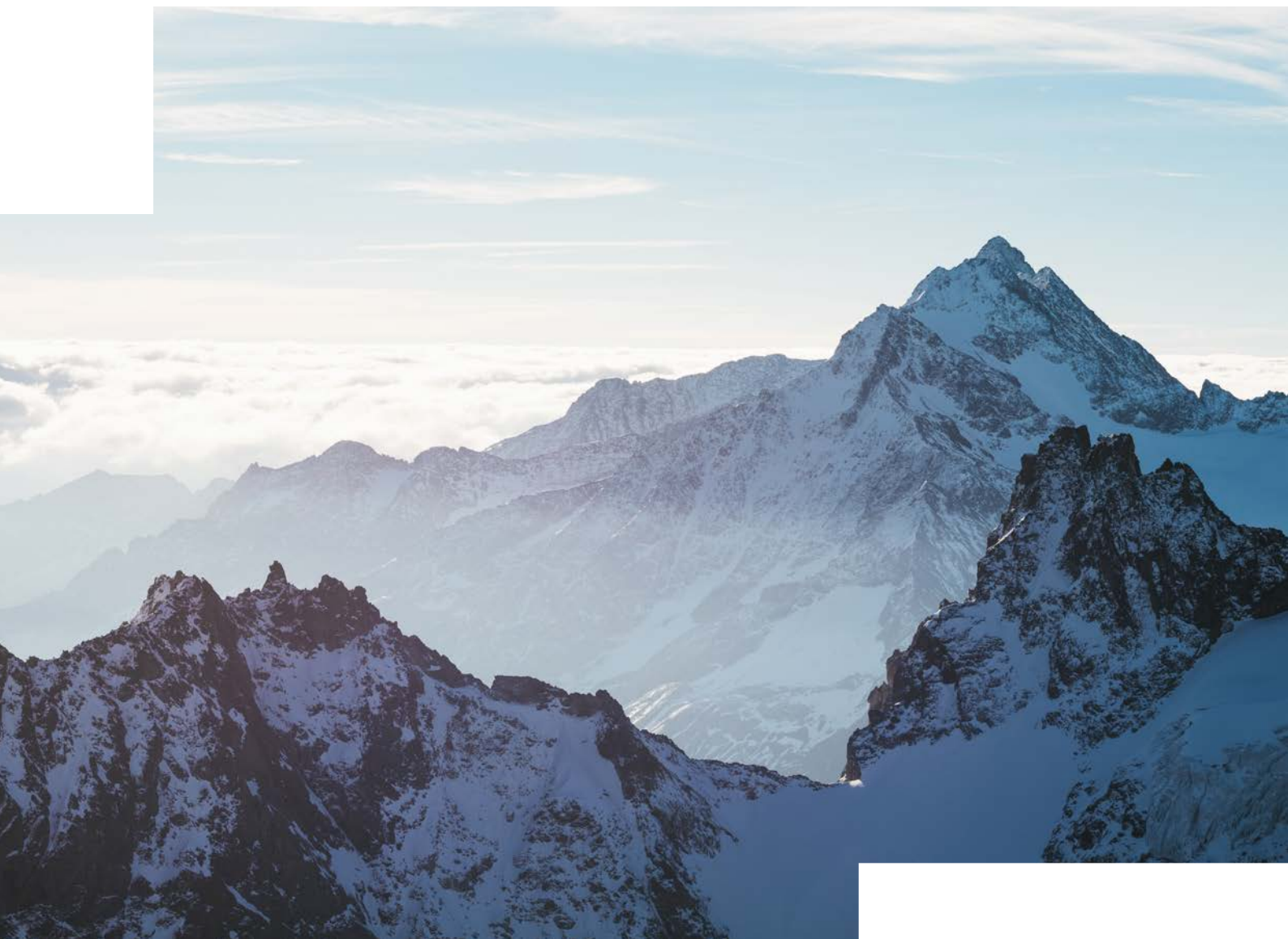


# Private Debt



Oktober 2019

**Asche Andreas**, Alternative Fixed Income, Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG

**Szelyes Zoltan**, Head Global Real Estate Research, Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG

**Fischbach Livio**, Strategieberatung Pension Funds & Corporate Investors, Credit Suisse (Schweiz) AG

# Table of contents

<b>1.</b>	<b>Einleitung</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Private Debt – Übersicht</b>	<b>4</b>
2.1	Definition	4
2.2	Kapitalstruktur	4
2.3	Sub-Asset-Klassen innerhalb von Private Debt	5
2.4	Welche Investitionsvehikel stehen institutionelle Anlegern zur Verfügung?	7
2.5	Regulatorische Betrachtung	7
<b>3.</b>	<b>Exkurs: Corporate Private Debt</b>	<b>9</b>
3.1	Wie hat sich der Corporate-Private-Debt-Markt allgemein entwickelt (USA, Europa, CH)?	9
3.2	Wie hat sich Corporate Private Debt als Anlage bei institutionellen Kunden entwickelt?	10
3.3	Einordnung von Private Debt: Private Debt (unsecured) vs. Senior Secured Loans vs. High Yield Bonds (Public Debt)	10
3.4	Welche Segmente der Kapitalstruktur machen für institutionelle Anleger Sinn?	11
3.5	Was sind die Herausforderungen und Risiken im Direct Lending?	12
<b>4.</b>	<b>Exkurs: Private Real Estate Debt</b>	<b>14</b>
4.1	Wie hat sich der Markt für Private Real Estate Debt allgemein entwickelt (USA, Europa, CH)?	14
4.2	Wie hat sich Private Real Estate Debt als Anlage bei institutionellen Kunden entwickelt?	15
4.3	Einordnung von Private Real Estate Debt: Private Real Estate Debt vs. CMBS vs. RMBS vs. listed Mortgage REITs (alternative Anlagen)	16
4.4	Was sind die Markttreiber (Liquidität/Rendite/Risiko/Default/Recovery)?	16
4.5	Welche Risiko/Rendite-Segmente machen für institutionelle Anleger Sinn (LTV-Segment)?	16
<b>5.</b>	<b>Strategische Betrachtungen zu Senior Loans</b>	<b>18</b>
5.1	Der richtige Benchmark	18
5.2	Anlageeigenschaften von Senior Loans	18
5.3	Strategiesimulationen bei institutionellen Investoren	20
<b>6.</b>	<b>Appendix</b>	<b>22</b>

# 1. Einleitung

**Es ist eine Konsequenz der Finanzkrise, dass die europäischen Banken kontinuierlich ihre Bilanz verkürzen müssen. Höhere Regulierungskosten für längere Laufzeiten und ein höheres Kreditrisiko haben zu einer Disintermediation der Banken im Bereich Private Debt geführt. Der Bereich Private Debt lässt sich dabei im Wesentlichen aufteilen in die Segmente Unternehmens-, Immobilien- sowie Infrastrukturfinanzierungen, das heisst Corporate Private Debt («Direct Lending»), Real Estate Debt («RE Debt») und Infrastructure Debt.**

Das Investitionsangebot an Private Debt für Non-Bank-Investoren steigt stetig. Immer mehr kleine und mittelgrosse Unternehmen finanzieren sich über einen Non-Bank Lender (zumeist über einen Kreditfonds), sodass sich die Anzahl Transaktionen im Corporate Private Debt («Direct Lending») seit 2013 in Europa mehr als vervierfacht hat.

Vor allem dürfte die weiter anhaltende Niedrigzinsperiode die Nachfrage der Investoren nach Private Debt weiter fördern. Aus Investorensicht bietet das Private-Debt-Segment eine attraktive Illiquiditäts- und Komplexitätsprämie. Im europäischen Direct Lending konnten die Investoren seit 2013 tendenziell zwischen 7 % und 10 % netto p. a. in Euro erwirtschaften.<sup>1</sup> Zusätzlich basieren die Darlehen meistens auf einer variablen Verzinsung, wodurch die Investoren gut gegen einen Zinsanstieg gerüstet sind.

Die Statistiken der Direct-Lending-Anbieter sind beeindruckend: Zurzeit sind mehr als 60 Manager im europäischen Direct-Lending-Markt aktiv. Das Fundraising-Volumen in Europa liegt über die letzten fünf Jahre bei über USD 100 Mrd. Eine Herausforderung für den Investor ist die Heterogenität der Investments und der verschiedenen Manager.

Viele institutionelle Investoren haben mittlerweile dem Direct-Lending-Segment eine feste Asset-Allokation zugeordnet. Vor dem Hintergrund des fortgeschrittenen Kreditzyklus stellen sich nun für die Investoren schwierige Fragen: Welches Risiko/Rendite-Profil soll im Direct Lending eingegangen werden? Welche Unternehmensgrössen stehen im Zielfokus? Welcher Manager ist zurzeit am besten geeignet? Wie wird verhindert, dass der Manager nicht adäquate Risiken eingeht?

Aufgrund des überwältigend hohen Gesamtuniversums an Hypotheken im In- und Ausland bietet auch Real Estate Debt Anlagechancen. Da Kreditportfolios in der Regel durch die zugrundeliegenden Immobilien grundpfandrechlich gesichert sind, können Anleger ein Risiko/Rendite-Profil wählen, das von sehr konservativ bis opportunistisch reicht. Die soliden Zinserträge, die solche Anlagen erzielen können, haben im anhaltenden Negativzinsumfeld eine noch stärkere Bedeutung erhalten.

Der Investment-Case wird zudem durch die positive Situation in vielen Immobilienmärkten weltweit unterstützt. Wir beobachten in vielen Städten weltweit tiefe Leerstandsquoten, hohe Risikoprämien zugunsten von Immobilien und signifikant konservativere Kreditvergabestandards im Vergleich zur Praxis vor der Finanzkrise. Zwar herrscht für ganz konservative strukturierte Kredite ein hoher Wettbewerb mit Banken oder Pfandbriefemittenten. Dies hat zu tieferen Margen in diesem Bereich geführt. Aber aufgrund des Rückzugs der Banken aus vielen Segmenten kann privates Kapital eine stärkere Rolle bei der Finanzierung spielen. Dadurch lassen sich neue Ertragsopportunitäten bei einem für Schweizer institutionelle Anleger akzeptablen Risikoprofil erschliessen.

Basierend auf den historischen Observationen und unserer Markteinschätzung, sehen wir weiterhin ein attraktives Anlagepotenzial für das Private-Debt-Segment. Auf den folgenden Seiten wird eine Einführung zum Private-Debt-Markt gegeben, insbesondere zum Corporate Private Debt («Direct Lending») und zum Real Estate Private Debt. Des Weiteren werden die oben genannten Fragestellungen in diesem Dokument diskutiert. Sprechen Sie Ihre Kontaktperson bei der Credit Suisse zum Thema Private Debt an. Unser Spezialistenteam steht Ihnen gerne beratend zu Seite.

<sup>1</sup> Internes Reseach Credit Suisse. Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

## 2. Private Debt – Übersicht

### 2.1

#### Definition

Der Begriff Private Debt umfasst ein sehr breites Feld von Fremdkapitalinstrumenten. Für den Zweck dieses Artikels fokussieren wir uns auf privat platzierte Unternehmens- und Immobilienschuldtitle, die im Allgemeinen in Form von Darlehen zur Verfügung gestellt werden.

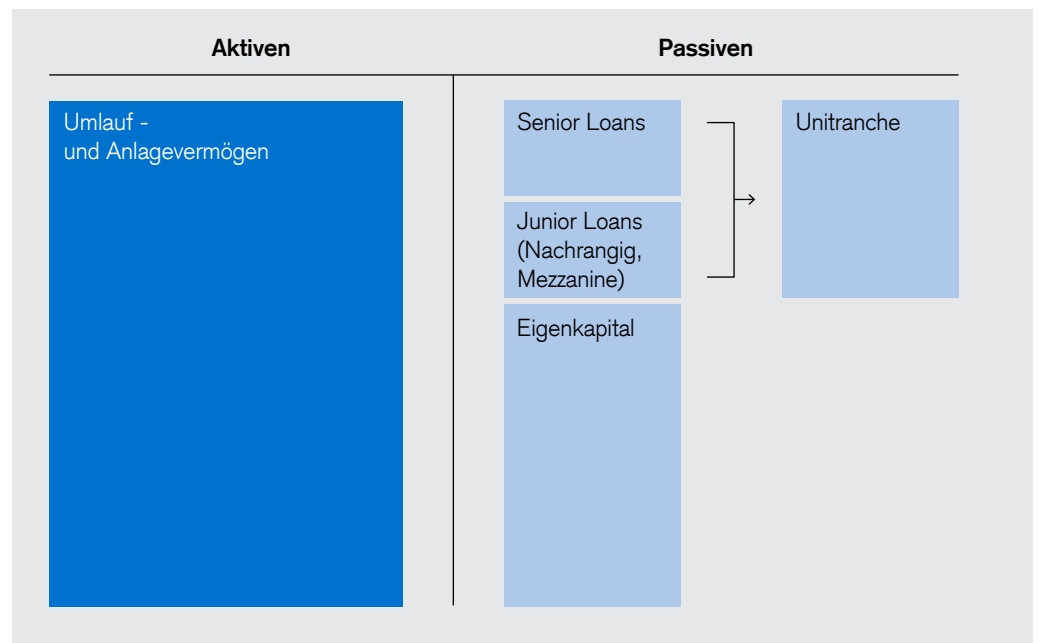
Ein wesentliches Merkmal von Private Debt ist, dass dieses Instrument nicht öffentlich vergeben wird und dadurch eine hohe Flexibilität bezüglich der Strukturierung besteht. Des Weiteren werden in den meisten Fällen Informationen zu den Finanzierungsprojekten bzw. Unternehmen nur den Kapitalgebern zur Verfügung gestellt, und es gibt in der Regel keinen Sekundärmarkt. Aufgrund der Illiquidität des Private-Debt-Instruments wird der Investor mit einer Illiquiditätsprämie entschädigt. Diese Eigenschaften und die typischerweise variable Verzinsung sprechen insbesondere institutionelle Investoren mit einem langfristigen Anlagehorizont an.

### 2.2

#### Kapitalstruktur

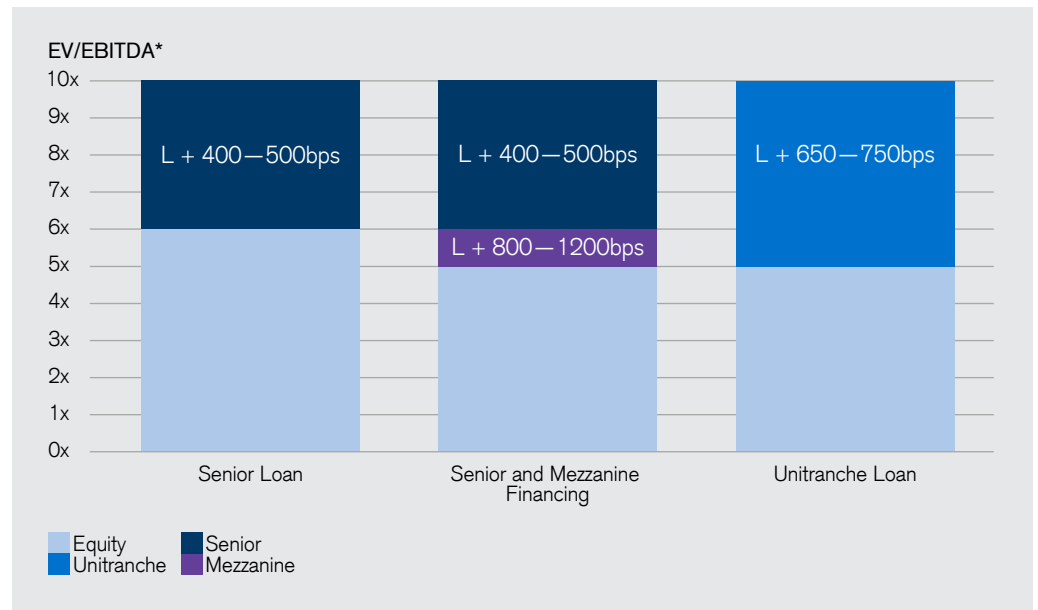
Bei Finanzierungen von Unternehmen gibt es verschiedene Möglichkeiten, die Kapitalstruktur zu gestalten. Insbesondere im Direct Lending können die Kreditgeber spezielle Bedürfnisse der Unternehmen berücksichtigen. Die folgenden Abbildungen zeigen illustrativ die verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten. Nach der globalen Finanzkrise werden durch Darlehensfonds vermehrt Unitranche-Darlehen vergeben. Bei Unitranche-Darlehen handelt es sich um eine Kombination von Senior und Junior Debt. Unitranche-Finanzierungen sind in der Kapitalstruktur tendenziell vorrangig, weisen allerdings einen höheren Leverage auf als reine Senior-Darlehen.

Abbildung 1: Illustrative Darstellung der Kapitalstruktur



Quelle: Credit Suisse

**Abbildung 2: Illustrative Darstellung von Finanzierungsstrukturen**



Quelle: Credit Suisse

\* Kennzahl in der Unternehmensbewertung, die den Unternehmenswert (EV) ins Verhältnis zum Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände (EBITDA) setzt. Dadurch werden Firmen mit unterschiedlichen Ausprägungen vergleichbar.

In der Abbildung 2 wird angenommen, dass der Unternehmenswert (EV) zehnmal dem jährlichen EBITDA entspricht. Vor der Finanzkrise wurden Senior-Finanzierungen tendenziell von den Banken vergeben. Diese Finanzierungen sind erstrangig besichert und waren teilweise amortisierend. Zusätzlich zu den Senior-Finanzierungen haben die Unternehmen ihre Kapitalstruktur mit nachrangigen Mezzanine-Finanzierungen ergänzt.

Aufgrund der Nachrangigkeit war das Angebot nach der Finanzkrise für Mezzanine-Kapital sehr gering. Des Weiteren sind die Banken wegen des strengeren regulatorischen Umfelds und der höheren Kapitalanforderungen unter Basel III zögerlich bei der Kreditvergabe an Unternehmen mit einem höheren Verschuldungsgrad.

Aus diesem Grund konnten sich die Direct-Lending-Anbieter mit ihren Unitranche-Finanzierungen<sup>2</sup> etablieren. Der Verschuldungsgrad der Unitranche-Finanzierung im obigen Beispiel entspricht dem einer Kombination von Senior- und Mezzanine-Finanzierung. Allerdings ist das gesamte Unitranche-Darlehen in der Regel erstrangig besichert. Zusätzlich hat der Kreditgeber über die Gläubigerklauseln die Möglichkeit, auf eine adverse Geschäftsentwicklung einzuwirken. Unitranche-Darlehen werden bei der Endfälligkeit zurückbezahlt. Der Schuldner hat zusätzlich das Recht, das Darlehen frühzeitig zu kündigen, wodurch sich die durchschnittliche Laufzeit in der Regel verkürzt.

## 2.3 Corporate Debt

### Sub-Asset-Klassen innerhalb von Private Debt

Für Unternehmen stellt die direkte Finanzierung («Direct Lending») einen wachsenden Teil des Darlehens-Universums für Mittelstandsunternehmen dar. Insbesondere nach der Finanzkrise entwickelte sich dieser Finanzierungsweg als Alternative zur Bankfinanzierung. Mehrheitlich befinden sich die Kreditnehmer im Besitz von Private-Equity-Sponsoren. Vereinzelt werden auch traditionelle Familienunternehmen finanziert. Das Zieluniversum für institutionelle Investoren liegt bei Unternehmen mit einem EBITDA in Höhe von EUR 10–100 Mio. pro Jahr, wobei die Gründe für die Finanzierung vielfältig sein können: Übernahmen durch Private-Equity-Firmen, Ausbau einer Wachstumsstrategie oder strategische Akquisitionen.

<sup>2</sup> Bei einer Unitranche-Finanzierung werden vorrangige und nachrangige Schulden in einem Finanzierungsinstrument kombiniert.

**Tabelle 1: Illustrativer Vergleich verschiedener High-Yield-Instrumente**

	Direct Lending	Broadly Syndicated Leveraged Loans (Senior Secured Loans)	High Yield
Bruttorendite (EUR) <sup>3</sup>	6–8 %	4,50 %	4 %
Coupon	Variable Zinsbasis	Variable Zinsbasis	Fixed
Rang in der Kapitalstruktur	Erstrangig	Erstrangig	Unbesichert
Gläubigerschutzklauseln (Covenants)	Ja	Tendenziell nein	Nein
Unternehmens-EBITDA (EUR)	10–75 Mio.	150–1000 Mio.	> 250 Mio.
Leverage (EBITDA)	4–6x	4–6x	3–6x
Darlehensvolumen (EUR)	30–300 Mio.	> 250 Mio.	> 250 Mio.
Liquidität	Illiquid	Bedingt liquid	Liquid
Underwriting	Massgeschneiderte Finanzierung durch Direct Lender	30–80 Kapitalgeber	Streubesitz
Börsenkotierung	Nein	Nein	Ja

Quelle: Credit Suisse

## Real Estate Debt

Bei einer Investition in Private Real Estate Debt übernehmen die Investoren Nutzen und Risiken von Immobilienkreditportfolios.

Aufgrund der illiquiden Natur der Kreditinstrumente und der typischerweise längeren Laufzeiten spielt das Underwriting<sup>4</sup> der Hypotheken eine Schlüsselrolle dabei, ob die Investoren die angestrebten Zielrenditen erreichen. Dazu gehört die korrekte Einschätzung der Bewertung der Immobilien, der adäquaten Loan To Value Ratio sowie des Businessplans des «Equity-Sponsors» und der Cashflow-relevanten Kennzahlen bei kommerziellen Immobilienkrediten.

Investments in Private Real Estate Debt sind aktive Anlagen. Investoren können dabei zwischen verschiedenen Risiko/Rendite-Profilen wählen. Zusätzlich zu Schweizer Hypotheken besteht die Möglichkeit, in Senior-Secured-Hypotheken, Whole Loans<sup>5</sup>, Mezzanine-Kredite oder opportunistische Kredite im Ausland zu investieren. Institutionellen Investoren stehen neben Direct Lending auch verschiedene Arten indirekter Investitionsvehikel zur Verfügung.

Aufgrund des überwältigend hohen Gesamtuniversums an Hypotheken, die solide Zinserträge erzielen können, besteht im anhaltenden Negativzinsumfeld ein grosses Potenzial für institutionelle Investoren, sich in diesem Bereich stärker zu engagieren. Die global weiter sehr restriktive Bankenregulierung eröffnet für private Investoren Chancen, bei der Finanzierung von Immobilien in Zukunft eine stärkere Rolle zu spielen.

## Infrastruktur-Debt

Unter «Infrastructure Debt» versteht man eine Kreditfinanzierung von Infrastrukturprojekten, die für eine funktionierende Volkswirtschaft wesentlich sind. Im Allgemeinen werden darunter grosse technische Anlagen und Einrichtungen subsumiert. Die Trägerschaft kann dabei öffentlicher oder privater Natur sein. Projekte im Bereich Infrastruktur sind in der Regel auf lange Zeit ausgelegt. Es kann sich um neue oder um bestehende Einrichtungen handeln. Zu den wichtigsten Kategorien gehören die Bereiche Verkehr, Energie, Versorgung, Kommunikation sowie Einrichtungen der sozialen Infrastruktur (Schulen, Gefängnisse, Krankenhäuser usw.). Infrastrukturanlagen weisen zudem häufig monopolistische Merkmale wie beispielsweise eine unelastische Nachfrage auf. Infrastrukturkredite ermöglichen es Anlegern, an einer Anlagekategorie zu partizipieren, die in der Vergangenheit vergleichsweise tiefe Ausfallquoten aufwies. Die Schuldner verfügen zudem häufig über eine gute Bonität, die mit zusätzlichen Garantien ergänzt werden kann.

Dank des langfristigen Anlagehorizonts sowie der stabilen Erträge und Cashflows passen Infrastrukturkredite ideal zum Anlagehorizont institutioneller Anleger und können eine Ergänzung zu Unternehmenskrediten sein.

<sup>3</sup> Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

<sup>4</sup> Der Prozess des Real Estate Underwriting umfasst den Kreditvergabeprozess und die Strukturierung der Hypotheken.

<sup>5</sup> Unter dem Begriff «Whole Loan» werden Hypothekarkredite verstanden, die typischerweise etwas höhere LTVs (Verhältnis des Kreditbetrags zum Marktwert einer Immobilie) als Senior-Hypotheken aufweisen. Anstatt eine Hypothek in erst- und zweitrangige Tranchen zu unterteilen, wird der Kredit nur als «Whole Loan» strukturiert.

## Weitere Formen von Private Debt

Das Private-Debt-Universum ist sehr heterogen, und die Ausgestaltung fällt dementsprechend unterschiedlich aus. Neben den bereits erwähnten Formen gehören unter anderem auch Flugzeug- oder Schiffsfinanzierungen, strukturierte Kredite, Lizenzfinanzierungen (Royalty-Based Financing) und Verbraucherschulden wie zum Beispiel Auto- oder Ausbildungskredite zu dieser Finanzierungsform.

### 2.4

#### Welche Investitionsvehikel stehen institutionelle Anlegern zur Verfügung?

Aufgrund der notwendigen spezialisierten Kenntnisse bei der Kreditauswahl und beim Management der Kreditportfolios empfiehlt es sich, das Exposure in Private Debt über indirekte Investitionsvehikel oder Mandatslösungen umzusetzen. Es bieten sich offene oder geschlossene Fondsstrukturen an, die von professionellen Investment Managers strukturiert und verwaltet werden. Typisch sind Schweizer Anlagestiftungen, in Luxemburg domizilierte Strukturen oder angelsächsische Limited Partnerships.

Zurzeit investieren die meisten institutionellen Kunden über geschlossene Fonds in Private Debt. Die Investmentperiode erstreckt sich über die ersten drei bis vier Jahre. In dieser Zeit wird sukzessive das Kapital für die Kunden abgerufen und in Kredite investiert. Zinszahlungen und Rückzahlungen der Kredite werden dann als Cashflows während der Laufzeit des Fonds an die Investoren zurückgeführt. Die geschlossene Fondsstruktur ist kompatibel mit der illiquiden Natur solcher Anlagen, die typischerweise bis zur Maturität gehalten werden.

Das Credit Suisse Asset Management deckt die notwendigen Fixed-Income- und Real-Estate-Kompetenzen ab, die für Private-, Corporate- und Real-Estate-Debt-Lösungen notwendig sind. Das Alternative Fixed Income Team bietet mit seiner langjährigen Kredit- und Direct-Lending-Expertise Lösungen an, die eine nachhaltige Anlagestrategie für den Investor unterstützen.

### 2.5

#### Regulatorische Betrachtung

Die berufliche Vorsorge und der Versicherungsmarkt sind unterschiedlichen Gesetzen, Verordnungen und Aufsichtsmechanismen unterstellt. Darunter fallen auch Bestimmungen zu den Anlagerichtlinien, über die wir nachfolgend zentrale, aber nicht vollständige Angaben ausführen.

Für Schweizer **Pensionskassen** regelt die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge (BVV2) die Vermögensanlagen. Vorsorgeeinrichtungen müssen unter anderem folgende Bestimmungen zu Private Debt beachten:

- Private Debt wird den alternativen Anlagen zugeordnet. Namentlich werden unter anderem Infrastruktur und Senior Secured Loans erwähnt (Art. 53).
- In alternative Anlagen kann nur mittels diversifizierter kollektiver Anlagen, diversifizierter Zertifikate oder diversifizierter strukturierter Produkte investiert werden (Art. 53).
- Für die Anlagekategorie der alternativen Anlagen gilt eine Investitionsbegrenzung von 15 %, bezogen auf das Gesamtvermögen, sofern keine Erweiterungsbegründung vorliegt (Art. 55, Art. 50).

Eine Übersicht zu den Vorgaben bei den Vermögensanlagen der **Versicherungsunternehmen** wird zurzeit im Rundschreiben 2016/5 Anlagerichtlinien – Versicherer aufgeführt. Versicherungen müssen unter anderem folgende Bestimmungen zu Private Debt in Bezug auf das gebundene Vermögen beachten:

- Private Debt wird den alternativen Anlagen zugeordnet. Namentlich werden auch hier Senior Secured Loans und Infrastrukturanlagen erwähnt (Rz 320, Rz 321).
- Alternative Anlagen sind zulässig als Investitionen in Fondslösungen mit Bezug auf Indizes, ETFs, Baskets oder strukturierte Produkte. Eine breite Diversifizierung ist jeweils Voraussetzung (Rz 322, Rz 323, Rz 324). Andere Anlagestrukturen müssen bei der FINMA beantragt werden (Rz 326).
- Der dem gebundenen Vermögen angerechnete Wert aller alternativen Anlagen darf 15 % des Sollbetrags (benötigte Vermögenswerte hauptsächlich zur Deckung der Rückstellungen) nicht übersteigen (Rz 344). Der angerechnete Wert je Subkategorie, wie beispielsweise Private Debt, darf 10 % des Sollbetrags nicht übersteigen (Rz 345).

Die Anlagestrategie von Schweizer Versicherungen wird nebst dem jeweiligen Rundschreiben auch massgeblich durch den Schweizer Solvenztest (SST) beeinflusst, dessen Grundsätze mit Solvency II, dem entsprechenden Projekt in der EU, übereinstimmen. Der SST legt das benötigte ökonomische Eigenkapital fest, basierend auf dem Marktwert und den Risiken der Verpflichtungen, aber auch der Aktiva, sodass der Versicherer selbst während äusserst ungünstiger Marktszenarien seinen Verpflichtungen nachkommen kann.

Die FINMA stellt den Versicherungen Unterlagen zur Bewertung der wichtigsten Bilanzpositionen zur Verfügung. Jedoch sind darin nicht alle Anlageklassen aufgeführt, und Private Debt oder beispielsweise dessen Unterkategorie Senior Loans fehlen<sup>6</sup>. In einem solchen Fall würde vermutlich auf das Bewertungsmodell für Floating Rate Notes (unter Anwendung des «Delta-Ansatz») ausgewichen, da diese im Vergleich mit Senior Loans die ähnlichsten Marktrisiken aufweisen. Beratungsunternehmen im Bereich Solvency II Reporting bieten hier Unterstützung und können bei nicht klar definierten Vorgehen, insbesondere für alternative Anlagen, zusätzliche Sicherheit schaffen.

Sowohl für Pensionskassen als auch für Versicherungen gilt, dass alternative Anlagen besondere Anforderungen an die Sorgfaltspflicht insbesondere in Bezug auf die Due Diligence sowie das benötigte Fachwissen stellen. Die institutionellen Anleger haben sich zu vergewissern, dass sie die Eigenschaften der Anlagen und ihre möglichen Auswirkungen auf ihre eigene finanzielle Situation vollumfänglich untersucht haben und in ihren Konsequenzen verstehen.

<sup>6</sup> Siehe technische Beschreibung Standardmodell Marktrisiko.

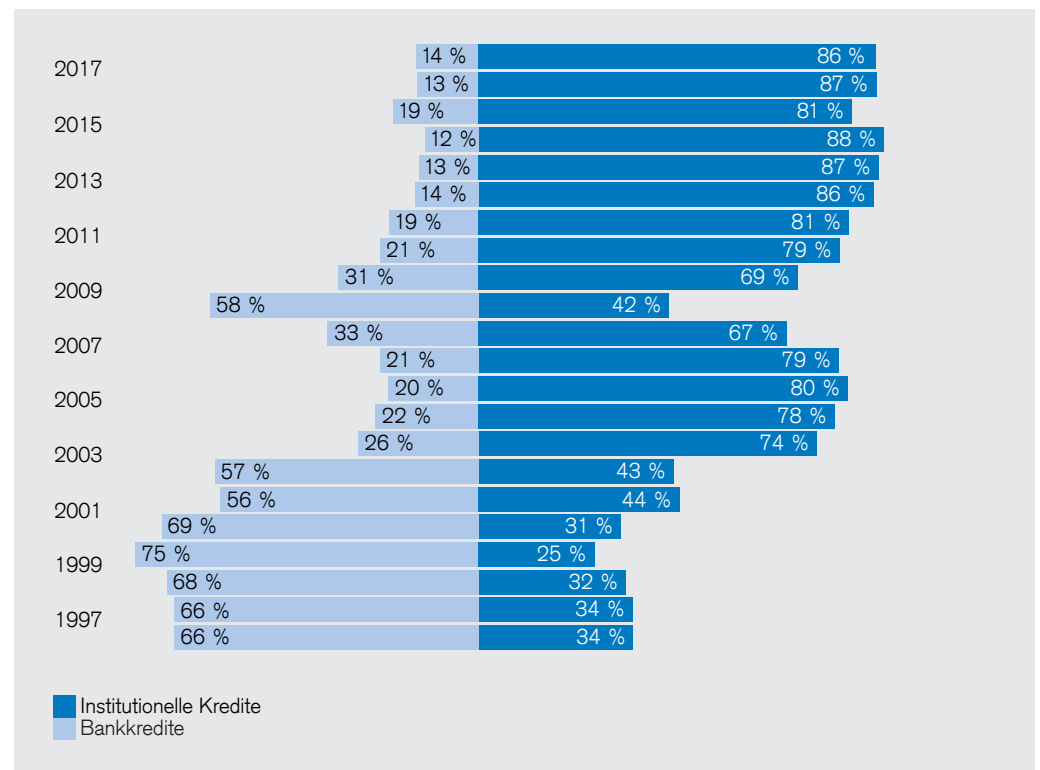


### 3. Exkurs: Corporate Private Debt

#### 3.1 Wie hat sich der Corporate-Private-Debt-Markt allgemein entwickelt (USA, Europa, CH)?

In den USA haben sich die Banken seit den 90er Jahren sukzessive aus dem Private-Debt-Markt zurückgezogen. Zusätzlich hat der einheitliche Rechtsraum (insbesondere das einheitliche Insolvenzrecht) zur positiven Entwicklung des US-Corporate-Private-Debt-Markts beigetragen. Als ein Proxy kann die Verteilung zwischen institutionellen Krediten und Bankkrediten im Leveraged-Loan-Markt gesehen werden: Die Studie von S&P (Abb. 3) zeigt, dass zurzeit ca. 80 % der Leveraged-Loan-Neuemissionen durch institutionelle Investoren bedient werden.

Abbildung 3: Verteilung Leveraged Buyout Middle-Market<sup>7</sup> USD Neuemissionen (in %)



Quelle: S&P LCD

Der US-Corporate-Private-Debt-Markt ist grösser und weiter entwickelt als der europäische Private-Debt-Markt. Das Volumen an Darlehen ermöglicht es sogar CLOs (Collateralized Loan Obligations) zu syndizieren, um Darlehen von Middle-Market-Unternehmen im Portfolio zu halten.

In Europa ist der Private-Corporate-Debt-Markt dagegen fragmentierter. Es gibt unterschiedliche Insolvenzrechte, wobei in einigen Ländern die Rechte für Fremdkapitalgeber schwächer sind. Des Weiteren gibt es bei den kleineren Unternehmen tendenziell eine sprachliche Barriere. Daher unterhalten die meisten Kapitalgeber lokale Büros. Seit der Finanzkrise haben sich die regulatorischen Anforderungen für die Banken erhöht, und viele Institute haben sich in ihre Kernmärkte zurückgezogen. Die Banken dominieren zwar immer noch den Kreditmarkt in Europa, allerdings hat sich der institutionelle Private-Debt-Markt im Leveraged-Loan-Segment als echte Alternative zur Bankenfinanzierung entwickelt. Im Gegensatz zu den Banken sind die Entscheidungsprozesse bei den Direct Lending Funds schneller, und sie bieten flexiblere Finanzierungsmöglichkeiten an. Oft wird daher der Begriff «One-Stop Solution» verwendet. Die wichtigsten Märkte für Direct Lending in Europa sind UK, Frankreich und die DACH-Region.

<sup>7</sup> Unter dem Begriff «Middle-Market-Unternehmen» versteht wir Unternehmen mit einem EBITDA von bis zu USD 50 Mio.

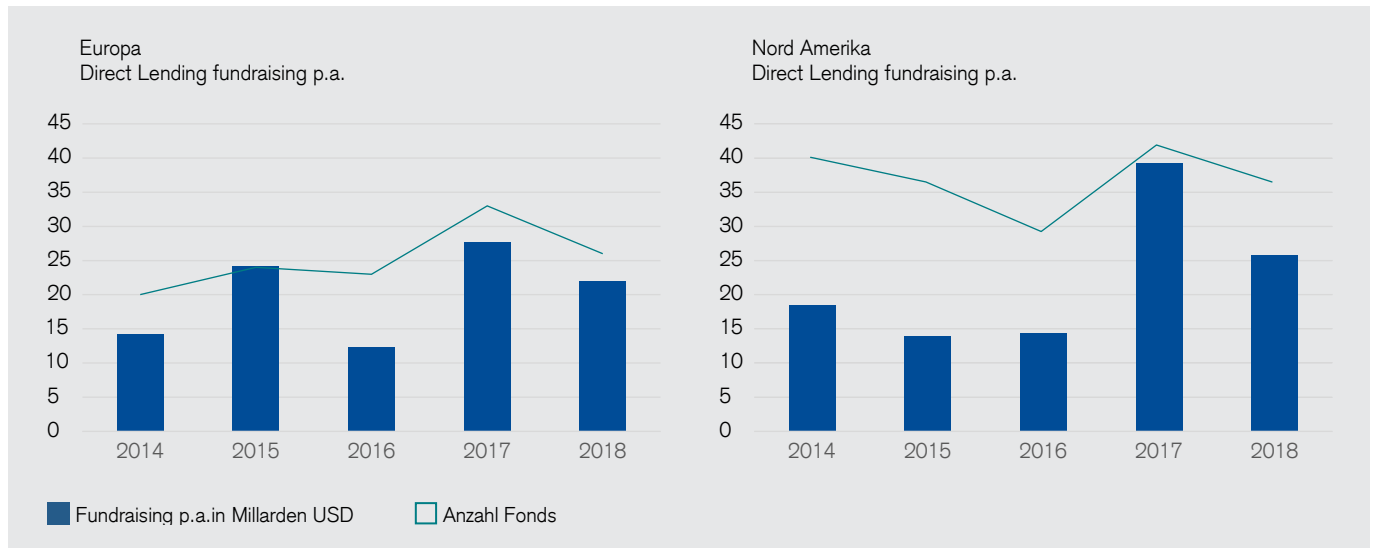
### 3.2

#### Wie hat sich Corporate Private Debt als Anlage bei institutionellen Kunden entwickelt?

Über die letzten fünf Jahre (2013–2018) wurden ca. USD 100 Mrd. in europäischen und USD 110 Mrd. in nordamerikanischen Direct Lending Funds gezeichnet. Neben den Fonds bedienen sich die Manager in den USA unter anderem der Middle Market CLOs, um Kapital für ihre Finanzierungen zu sammeln. Die Investorenbasis bei den Fonds besteht auch im europäischen Segment zu einem grossen Teil aus US-Anlegern, die ihr Private-Debt-Engagement diversifizieren möchten. Die europäischen Investoren ziehen allmählich nach.

In Europa hat sich die Anzahl Fondsmanager im Direct Lending auf ca. 60 vergrössert.<sup>8</sup> Des Weiteren haben sich die grösseren Fonds auf grössere Darlehen spezialisiert, wodurch sie einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den kleineren Fonds erhalten.

Abbildung 4: Entwicklung Fundraising in Direct Lending



Quelle: Deloitte, Preqin and CS 2019

2017 wurde bisher das meiste Kapital für Direct-Lending-Fonds gezeichnet. 2018 waren daher weniger Fonds im Fundraising aktiv. Trotzdem befindet sich das Zeichnungsvolumen weiterhin auf einem hohen Niveau.

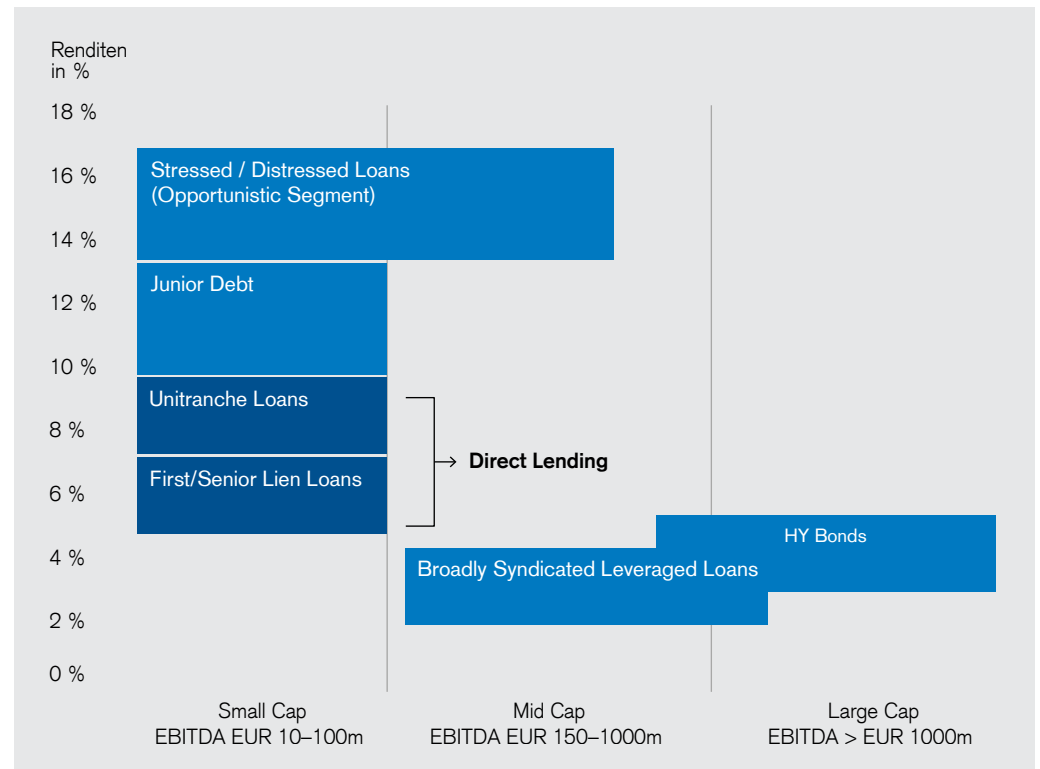
### 3.3

#### Einordnung von Private Debt: Private Debt (unsecured) vs. Senior Secured Loans vs. High Yield Bonds (Public Debt)

Tendenziell werden je nach Grösse der Unternehmen unterschiedliche Finanzierungswege verwendet. High-Yield-Bond-Emittenten sind in der Regel die grössten Emittenten im HY-Debt-Segment. Die Bonds werden öffentlich emittiert, und jeder Investor kann sie im Markt erwerben. Generell veröffentlichen die Unternehmen ihre Finanzkennzahlen, und die Bond-Preise können darauf reagieren. Daher kann der High-Yield-Bond-Markt als liquid angesehen werden.

<sup>8</sup> Internes Research der Credit Suisse.

**Abbildung 5: Illustrative Darstellung HY-Debt-Segmente**



Quelle: Credit Suisse

Die Unternehmen im Leveraged-Loan-Segment befinden sich tendenziell im Besitz von Private-Equity-Unternehmen. Dies hat einerseits den Vorteil, dass bei allfälligen Schwierigkeiten des Unternehmers zusätzliches Kapital aufgebracht werden kann und andererseits umfangreiche Informationen aus dem Due-Diligence-Prozess des Private-Equity-Managers vorhanden sind, denn eine generelle Veröffentlichung der Finanzkennzahlen ist in diesem Segment nicht üblich. Die Leveraged-Loans werden zwar an mehrere Kapitalgeber syndiziert, allerdings erhält ein Interessent nur unter bestimmten Vertraulichkeitsbedingungen Einblick in die finanzielle Situation der Unternehmen. Damit ist der Investorenkreis bereits eingeschränkt.

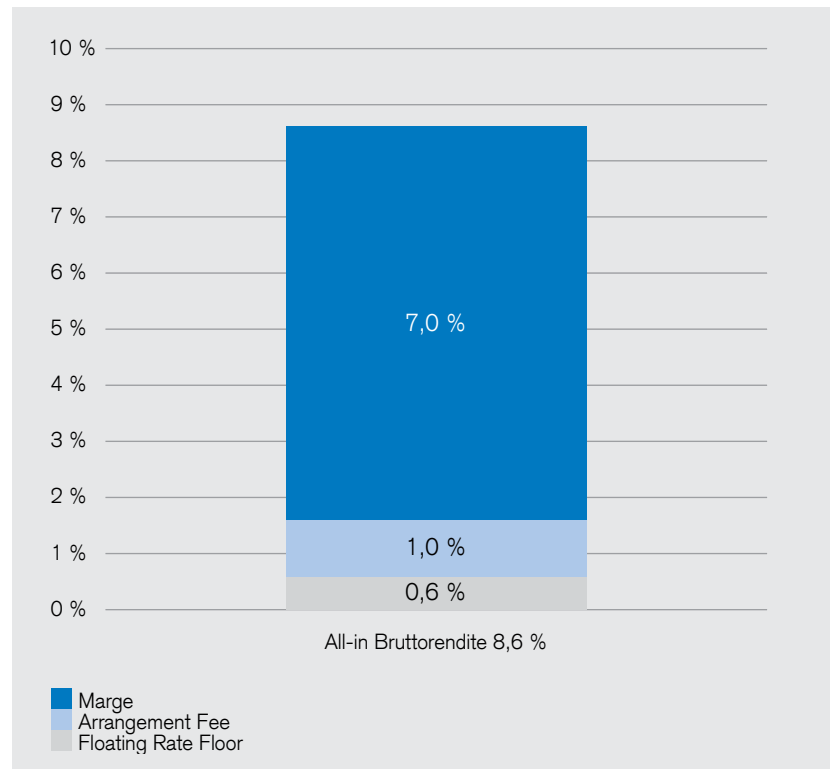
Im Direct-Lending-Segment werden die Darlehen nur von einem Kapitalgeber oder einem kleinen Kreis von Kapitalgebern («Club Deal») finanziert. Teilweise werden die Finanzierungen für Übernahmen verwendet, und somit besteht auch in diesem Segment ein hohes Mass an Vertraulichkeit. Die Darlehensverträge sind sehr spezifisch auf die finanzielle Situation des Schuldners zugeschnitten. Generell gibt es keinen Sekundärmarkt für die Darlehen im Direct-Lending-Segment.

### 3.4

#### **Welche Segmente der Kapitalstruktur machen für institutionelle Anleger Sinn?**

Zurzeit stehen institutionelle Anleger vor der Herausforderung, dass sich der Kreditzyklus dem Ende zuneigt. Dies birgt im Private-Debt-Segment Chancen und Risiken zugleich. Im Falle einer konjunkturellen Eintrübung wird es für Unternehmen schwieriger an Darlehen zu gelangen. In der Regel können Direct Lender in diesen Märkten interessante Opportunitäten generieren. Für bestehende Vintages sollte das Risiko dem Kreditzyklus angepasst werden. Das heisst, ein Investment ins Senior-Segment wäre dem risikoaversen institutionellen Anleger zu empfehlen.

**Abbildung 6: Renditekomponenten von Direct-Lending-Transaktionen**



Quelle: Illustrative Darstellung Credit Suisse

Die Haupttreiber für neue Darlehen im Direct-Lending-Segment sind in der Regel Private-Equity-Transaktionen, der Aufbau einer Wachstumsstrategie oder Unternehmenstransformationen. Bei der Darlehensvergabe gibt es im Allgemeinen mehrere Ertragskomponenten für den Kapitalgeber. Beim Abschluss des Darlehens fällt eine Arrangement Fee in Höhe von 2–3,5 % an. Unter der Annahme, dass die Darlehen eine mittlere gewichtete Laufzeit von drei Jahren haben, entspricht dies einer Rendite von ca. 1 % p. a. Des Weiteren werden die Darlehen in vielen Fällen mit einem Floating Rate Floor abgeschlossen (ca. 0,6 %). Je nach Kreditrisiko und Komplexität der Transaktion wird eine Marge berechnet (in unserem Beispiel 7 %).

### 3.5 Kreditzyklus

#### Was sind die Herausforderungen und Risiken im Direct Lending?

Die letzten Jahre waren im Allgemeinen von geringen Ausfällen geprägt, und auch die meisten Direct Lending Funds waren bisher erfolgreich. Trotzdem gibt es bereits jetzt schon Anzeichen von Schwächen in vereinzelt Fondsportfolios. So mahnte S&P im Herbst 2018, dass sich die Unternehmensbewertungen und damit auch die Verschuldung (ausgedrückt im Leverage) auf einem Rekordniveau befänden. Der Wettbewerb unter den Fonds führe teilweise zu einer Erosion der Darlehensvergabedisziplin. Dieser Zustand offenbart den Interessenkonflikt zwischen Fondsinvestoren und Managern. Die Manager haben aufgrund ihrer Gebührenstruktur und des hohen Niveaus an gezeichnetem Kapital für ihre Fonds den permanenten Druck, zu investieren.<sup>9</sup>

Das Credit Suisse Alternative Fixed Income Team bietet mit seiner langjährigen Kredit- und Direct-Lending-Expertise Lösungen an, die eine nachhaltige Anlagestrategie für den Investor unterstützen.

### Portfolioaufbau

Im Direct Lending wird generell in den ersten Jahren das Zeichnungskapital sukzessive investiert. Dies geschieht über Kapitalabrufe (zum Beispiel 25 % im ersten Jahr). Die Bearbeitung der Kapitalabrufe ist nicht nur operationell aufwendig, es gibt auch weitere Nachteile: Viele institutionelle Investoren müssen ihr Risikokapital für das gesamte Zeichnungskapital vorhalten. Das Risikokapital/Rendite-Verhältnis ist für einen nicht vollständig investierten Fonds somit recht teuer.

<sup>9</sup> S&P LCD (Okt. 2018): (EUR) Mid-market adjusting.

Des Weiteren ist die Emittentenkonzentration in den Fonds insbesondere beim Portfolioaufbau und in der Rückzahlungsperiode vergleichsweise hoch, sodass Verluste bei wenigen Investments zu einer adversen Fondsentwicklung führen können.

### **Ausfall- und Verlustraten**

Kleinere Unternehmen sind tendenziell anfälliger für Ausfälle. Zum Beispiel ist ihr Absatz nicht so diversifiziert wie bei grösseren Unternehmen. Daher steht bei der Due Diligence die Vermeidung von Ausfällen im Vordergrund. Die letzten Vintages der Direct-Lending-Fonds wurden noch nicht über den Kreditzyklus hinweg getestet. Daher gibt es über die letzten fünf Jahre wenig empirische Daten zu Ausfällen. Eine Erkenntnis aus der Finanzkrise war, dass die Manager vergleichsweise hohe Recovery-Raten hatten. Das liegt vor allem an den frühzeitigen Einwirkungsmöglichkeiten der Kapitalgeber. Auf der anderen Seite braucht die ultimative Verwertung Zeit. Historisch haben wir bei verschiedenen Marktteilnehmern Verlustraten von 0,4–1,2 % p. a. über die Finanzkrise hinweg gesehen.

Im Gegensatz zum Bondmarkt werden bei Darlehen im Direct-Lending-Markt in der Regel Maintenance Covenants vereinbart. Diese Covenants werden regelmässig überprüft. Eine wichtige Covenant-Kennzahl ist zum Beispiel die Leverage Ratio eines Unternehmens. Steigt die Leverage Ratio über eine bestimmte Grenze, kann der Kapitalgeber beispielsweise eine Rückzahlung verlangen. Somit kann der Kapitalgeber schon frühzeitig auf die Entwicklung des Unternehmens einwirken. Falls ein Unternehmen ausfällt, restrukturiert der Kapitalgeber das Unternehmen in der Regel selbst. Im Bondmarkt werden gestresste Bonds eher verkauft. Ein Verkauf ist im Direct-Lending-Segment nicht üblich.

Zurzeit ist es daher wichtig, dass die Manager ihre Vergabedisziplin einhalten.

### **Managerauswahl**

Ein wichtiges Merkmal eines Direct-Lending-Managers ist es, an attraktive Darlehen zu gelangen. Hierbei gibt es verschiedene Faktoren wie unter anderem das Netzwerk des Managers zu Beratern, Rechtsanwälten und Private-Equity-Investoren. Des Weiteren spielen beispielsweise die Vergabedisziplin, die Aggressivität des Pricings und der Unternehmensfokus sowie die angestrebte Kapitalstruktur eine Rolle.

In den kommenden Jahren, wenn sich der vollständige Kreditzyklus materialisiert hat, wird sich die Disziplin der Manager in der Höhe der Verluste in ihren Kreditportfolios widerspiegeln. Erfahrungen aufseiten der Manager im Kreditverwertungsprozess werden in dieser Zeit von Vorteil sein. Das Credit Suisse Alternative Fixed Income Team arbeitet mit Managern zusammen, die bereits einen Track Record vor der globalen Finanzkrise aufbauen konnten. Aus den Erfahrungswerten haben wir bei diesen Managern Verlustraten von bis zu 1 % p. a. über den vergangenen Zyklus hinweg gesehen.

## 4. Exkurs: Private Real Estate Debt

### 4.1

#### Wie hat sich der Markt für Private Real Estate Debt allgemein entwickelt (USA, Europa, CH)?

Immobilien sind mit einem geschätzten Volumen von über USD 253 Billionen<sup>10</sup> per Ende 2017 das weltweit grösste Vermögenssegment. Sie stellen damit die herkömmlichen finanziellen Anlageklassen Aktien (USD 83 Billionen) und Anleihen (USD 105 Billionen) in den Schatten. Tabelle 2 zeigt, dass für die USA, UK, Deutschland und die Schweiz zusammen das ausstehende Volumen an Immobilienkrediten über USD 20 Billionen betrug, dominiert vom Wohneigentumssegment.

In den vergangenen Jahrzehnten durchliefen die Immobilienkreditmärkte verschiedene Kreditzyklen. Abbildung 7 zeigt die Entwicklung der jährlichen Wachstumsraten verschiedener Segmente. In vielen Ländern war Ende der 80er und in den 90er Jahren ein ausgeprägter Zyklus zu beobachten, einschliesslich in der Schweiz. In den 00er Jahren war insbesondere in den angelsächsischen Märkten ein «Boom and Bust»-Zyklus zu verzeichnen. Der Kreditboom hatte seine stärkste Phase in den Jahren 2004 bis 2007, fand jedoch sein abruptes Ende in der Finanzkrise.

Die globale Finanzkrise führte zwischen 2009 und 2011 zu einer Phase des Deleveraging in vielen Immobilienkreditmärkten weltweit. In Europa hielt diese Situation aufgrund der Eurokrise bis ca. 2014 an. Seitdem verzeichnen die Immobilienmärkte weltweit eine deutliche Erholung ihrer Preise. In den meisten kommerziellen Immobilienmärkten haben die Preise die Höhepunkte von 2008 deutlich übertroffen. Trotz einer deutlichen Erholung in vielen Immobilienkapital- und -mietmärkten blieb das Kreditwachstum in den letzten Jahren verhalten.

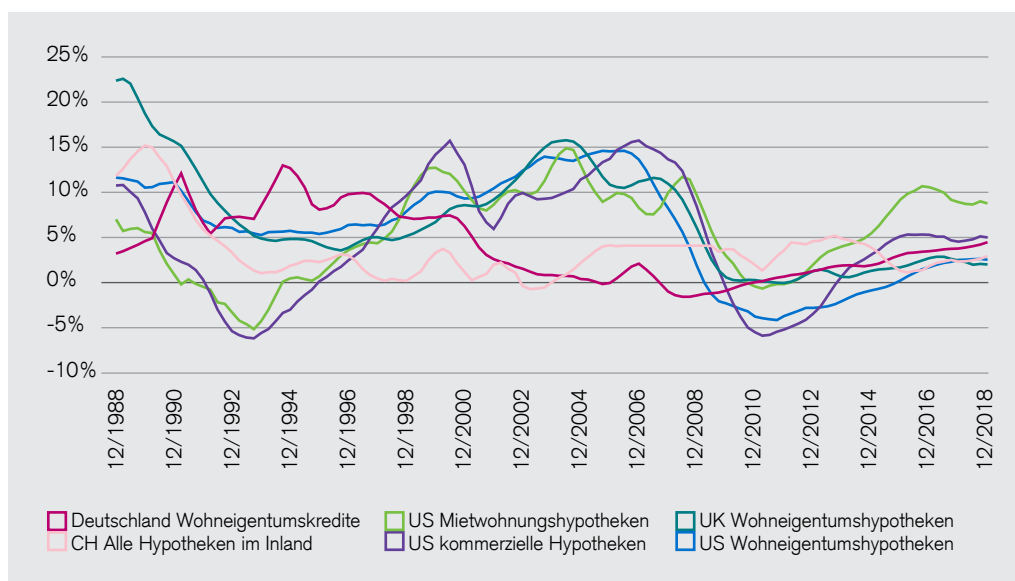
**Tabelle 2: Volumen der ausstehenden Immobilienkredite in Mrd. USD Ende 2017**

	Wohneigentumsimmobilienkredite*	Kommerzielle Immobilienhypotheken und Hypotheken auf Mietwohnungen	Total Immobilienkredite	Hypothekarverschuldung zum BIP
<b>US</b>	10'606	4'174	14'780	75 %
<b>UK</b>	1'776	259	2'035	77 %
<b>DE</b>	1'525	289	1'814	48 %
<b>CH</b>	733	240	973	146 %

Quelle: VPD, FED, BoE, SNB

\* Für UK, CH und DE basiert die Aufteilung in Wohneigentums- und kommerzielle Hypotheken auf Annahmen und Schätzungen.

**Abbildung 7: Wachstum der ausstehenden Immobilienkredite gegenüber dem Vorjahr (geglättet)**



Quelle: SNB, BuBa, FED, BoE, Credit Suisse

10 <http://www.savills.com/impacts/economic-trends/8-things-you-need-to-know-about-the-value-of-global-real-estate.html>

Bedingt war dies durch eine verschärfte Bankenregulierung, aber auch durch einen geringeren Risikoappetit im Finanzsektor. Weiterhin dominieren restriktivere Konditionen die Märkte für Wohneigentumskredite in den USA, UK und Südeuropa, während in Deutschland eine etwas lockerere Kreditpolitik herrscht. Auch kommerzielle Immobilien sind heute deutlich vorsichtiger finanziert. Sowohl in den USA wie auch in der EU werden zurzeit Immobilientransaktionen zu 10–20 % tieferen LTVs<sup>11</sup> finanziert als noch vor der Finanzkrise. In der Schweiz war seit dem Boom der 80er Jahre kein Kreditzyklus mehr zu beobachten. Die Kreditvolumen stiegen in den letzten zwei Jahrzehnten zwar stetig an, die jährliche Wachstumsrate stieg aber nie deutlich über 5 % p. a.

## 4.2

### Wie hat sich Private Real Estate Debt als Anlage bei institutionellen Kunden entwickelt?

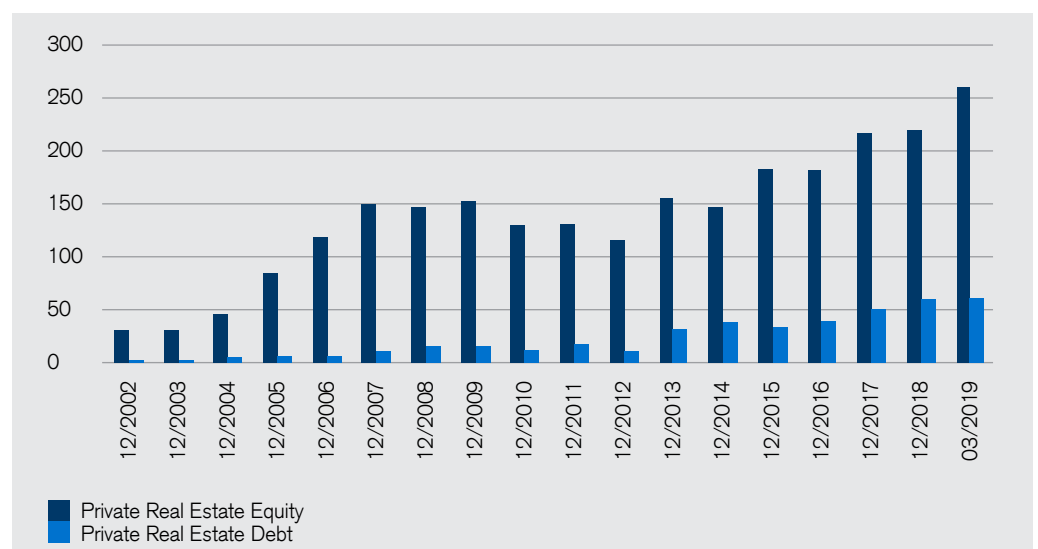
Anlagen in Private Real Estate Debt haben eine lange Tradition bei Lebensversicherungsgesellschaften. Lebensversicherungsgesellschaften in den USA hatten bereits 1917 40 % ihrer Anlagen in Hypothekenportfolios investiert, wie Daten von ACLI<sup>12</sup> zeigen. Ende 2018 hielten sie über 550 Mrd. USD in Hypotheken, was ca. 8 % ihrer gesamten Anlagen entsprach. Auch in der Schweiz sind Hypotheken bei Versicherungsgesellschaften ein beliebtes Anlagesegment. Bei Lebensversicherern betrug das Total der Anlagen in Hypotheken Ende 2017 33 Mrd. CHF und somit 10 % der Anlagen, wie die Daten des BFS zeigen.

Für Schweizer Pensionskassen ist Private Real Estate Debt eine eher neuere Anlageklasse. Seit der Einführung der Negativzinsen beobachten wir aber ein vermehrtes Interesse an diesem Investitionssegment. Dies wird auch durch den internationalen Trend unterstützt. Aufgrund des sinkenden Risikoappetits und einer verschärfte Bankenregulierung hat sich das Angebot indirekter Anlageprodukte in den letzten Jahren bedeutend erweitert, da der Rückzug der Banken eine Lücke hinterlassen und Opportunitäten für private Investoren eröffnet hat.

Mittlerweile existieren in Europa laut INREV über 67 Anlagevehikel mit einem Total-GAV von über 33 Mrd. EUR. Abbildung 8 illustriert das globale Wachstum von angelsächsisch geprägten Closed-End-Private-Debt-Fonds seit 2002. Im März 2019 hat die Investitionskapazität solcher Vehikel 62 Mrd. USD erreicht. Dies ist eine Versechsfachung gegenüber 2007 und dokumentiert den strukturellen Trend in diesem Segment. Im Vergleich mit dem Gesamtuniversum an Hypotheken ist dieser Anteil weiter äusserst gering, und die Anlageherausforderungen von institutionellen Investoren sowie die restriktivere Regulierung der Banken (Basel III und Basel IV) deuten weiterhin auf ein starkes Wachstum dieses Segments hin.

### Abbildung 8: Private Real Estate Debt mit höheren Volumina

Investitionskapazität («dry powder»)\* von geschlossenen nichtkotierten Fonds in Mrd. USD



Quelle: Preqin, Credit Suisse

\* Der Begriff «dry powder» misst die Investitionskapazität von Fonds. Sie bestimmt sich aus dem gezeichneten Eigenkapital und berücksichtigt bei Produkten, die Fremdkapital benutzen, auch typische Fremdfinanzierungsanteile, um die möglichen Investitionsvolumen solcher Produkte zu messen.

11 Der LTV bestimmt sich aus dem Verhältnis des ausstehenden Kreditbetrags zur der Bewertung der Immobilien.

12 Siehe <https://www.acli.com/Industry-Facts/Life-Insurers-Fact-Book>.

### 4.3

#### **Einordnung von Private Real Estate Debt: Private Real Estate Debt vs. CMBS vs. RMBS vs. listed Mortgage REITs (alternative Anlagen)**

Bei einer Investition in Private Real Estate Debt übernehmen die Investoren Nutzen und Risiken von Immobilienkreditportfolios. Grundpfandrechtl. gesicherte Hypothekerverträge stehen dabei im Vordergrund. Anlagen können aber auch Mezzanine-Kredite auf Immobilien, Übergangsfinanzierungen von Immobilienprojekten oder Baukredite umfassen. «Private» charakterisiert die «nicht öffentliche» Natur solcher Kreditinstrumente.

Private Real Estate Debt ist von Kreditverbriefungen zu unterscheiden. Kreditverbriefungen wie Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) oder Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) entstehen durch die Bündelung von Kreditportfolios in Anleihen. CMBS sind durch kommerzielle Hypotheken und RMBS durch Wohnhypotheken gedeckt. Solche Anleihen können zusätzliche Mechanismen wie die Emission von Senior- oder nachrangigen Anleihen beinhalten.

Bei Private Debt versteht man in der Regel eine Investition in «nicht verbriefte» Kredite, die innerhalb von Fondsstrukturen oder Mandaten gehalten werden. Zusätzlich zur unterschiedlichen Struktur gegenüber Verbriefungen ist das aktive Management bei Private Real Estate Debt herauszuheben. Der Manager selektiert die Kredite, die er in seinem Portfolio haben will, und managt sie aktiv. Dagegen sind Kreditverbriefungen vorwiegend durch die Motive von Investmentbanken und Ratingagenturen beeinflusst.

### 4.4

#### **Was sind die Markttreiber (Liquidität/Rendite/Risiko/Default/Recovery)?**

Immobilienkredite sind Fixed-Income-Anlagen. Die Rendite für den Investor bestimmt sich aus den erwarteten Zinszahlungen sowie aus der Rückzahlung der Hypothekenkredite. Der Zins und damit der Zinsertrag einer Hypothek setzen sich aus dem risikofreien Zinssatz (in der Regel dem Swapsatz) und einer Marge zusammen. Markttreiber sind daher Fixed-Income- sowie immobilispezifische Faktoren.

Für das Beispiel der Schweizer Wohneigentumshypotheken sind neben der Marge das LTV der Hypothek sowie das Kreditrating des Hypothekenehmers die wichtigsten Risikokennzahlen. Die Entwicklung der Immobilienpreise sowie die Konjunktorentwicklung und demografische Faktoren sind die wichtigsten Markttreiber.

Kommerzielle Immobilien einschliesslich Mietwohnungen sind einkommensproduzierende Anlagen. Bei kommerziellen Immobilienkrediten stehen neben den LTVs auch Debt Service Coverage Ratios im Vordergrund. Die letztgenannten Kennzahlen bilden ab, inwiefern der Nettoertrag aus der Liegenschaft die Zins- und Amortisationszahlungen überdeckt. Kommerzielle Hypotheken können auch sogenannte Covenants beinhalten. Zum Beispiel wird die Entwicklung von LTV oder Debt Service Coverage Ratios über die Laufzeit des Kredits überwacht. Bei Über- oder Unterschreitung von Schwellenwerten kann der Kreditgeber eine Teilabzahlung oder eine vollständige Abzahlung des Kredits fordern.

Kommerzielle Hypotheken sind im internationalen Vergleich oft als Non-Recourse Loans strukturiert, das heisst, der Kredit wird in der Regel ausschliesslich durch die Immobilie gesichert, die in einer Zweckgesellschaft gehalten wird. Dies steht im Gegensatz zu Recourse Loans, wo auch die Firma oder die Privatperson haftet. Der Risikoanalyse kommt vor der Investition grosse Bedeutung zu, denn die Zielrenditen werden in der Regel nur dann realisiert, wenn es zu einer ordnungsgemässen Rückzahlung der Hypothek kommt und der Kreditausfall vermieden wird. Jede Hypothek wird dementsprechend bei der Vergabe nach folgenden Kennzahlen evaluiert: Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlustausfallquote. Beide können mittels verschiedener Cashflow-basierter Modelle geschätzt werden. Deren wichtigste ökonomische Einflussfaktoren sind die Entwicklung der Immobilienwerte seit der Vergabe des Kredits, die Performance der Vermietungsmärkte, wie Mietpreis- oder Leerstandsentwicklung, sowie objektspezifische Faktoren.

### 4.5

#### **Welche Risiko/Rendite-Segmente machen für institutionelle Anleger Sinn (LTV-Segment)?**

Die Wahl des Private-Real-Estate-Debt-Investments hängt von den individuellen «Asset and Liability Management»-Bedürfnissen, den regulatorischen Rahmenbedingungen und nicht zuletzt vom Risikoappetit des jeweiligen Anlegers ab.



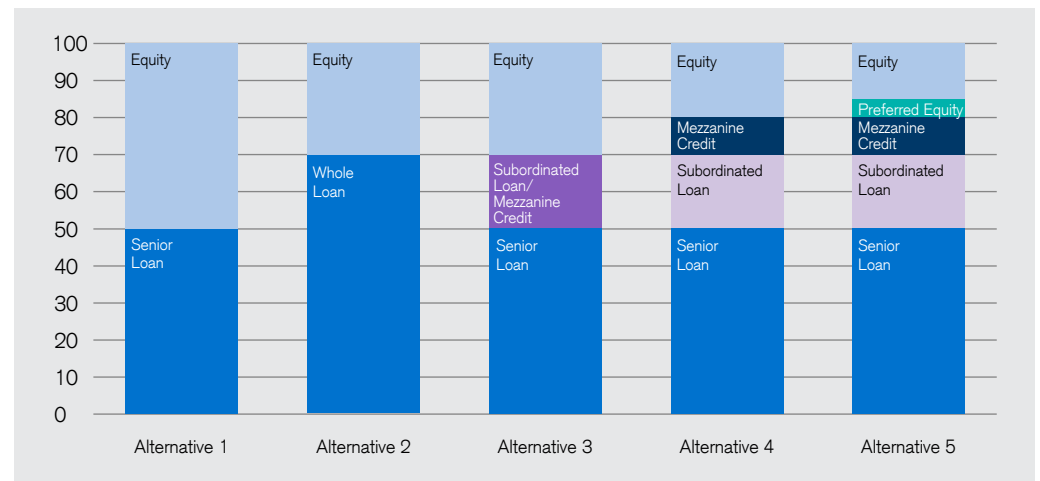
Am einen Ende des Risiko/Rendite-Spektrums befinden sich erstrangige Schweizer Wohnungshypotheken. Dies sind Anlagen mit einem tiefen Risikoprofil und einer geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeit im Promillebereich, da basierend auf Marktwertsteigerungen die aktuellen LTVs für solche Bestandsportfolios bedeutend tiefer liegen als für neu vergebene Hypotheken. Da Bruttoportfoliorenditen Verzinsungen zwischen 70 und 100 Basispunkten aufweisen, verbleibt allerdings nach Abzug der Kosten typischerweise nur eine leicht positive Rendite für die Anleger.

International ist dagegen der Fokus auf kommerzielle Hypotheken gerichtet. Abbildung 9 skizziert anhand verschiedener Finanzierungsvarianten auf Liegensebene das mögliche Tätigkeitsfeld für Investoren. Die risiko- und renditeärmste Investitionsvariante sind Senior Secured Mortgages. Diese werden typischerweise zu LTVs zwischen 40 % und 60 % vergeben und sind durch Core-Liegenschaften an zentralen Standorten gesichert. Die Margen für solche Anlagen sind in Europa in Deutschland am geringsten. Sie liegen zwischen 80 und 120 Basispunkten für die Top-7-Städte. In verschiedenen europäischen Hauptstädten liegen sie zwischen 100 und 150 Basispunkten und in UK und den USA zwischen 150 und 250 Basispunkten.

Für Investoren mit einem etwas höheren Risikoappetit bietet sich eine Investition in sogenannte Stretch Senior oder Whole Loans an, die typischerweise bis zu 75–80 % LTV-Ratios aufweisen können. Da hier die Risiken höher sind, ist die Immobilienkompetenz entscheidend für eine erfolgreiche Anlage. Die Auswahl der Assets, die zu finanzieren sind, und der «Sponsor» haben selektiv zu erfolgen, und der Business Case und die Bewertungen sind mit realistischen Cashflow-Szenarien zu unterlegen. Auch sind der Immobilienzyklus und die Erwartungen zur Zukunft zu berücksichtigen, um Kreditausfälle zu vermeiden. Typischerweise ist für solche Anlagen mit höheren Margen von 200 bis 350 Basispunkten zu rechnen.

Da eine Hypothek rechtlich in Senior- und Junior-Tranchen aufgeteilt werden kann, besteht auch die Möglichkeit, in die Junior-Hypothekentranchen zu investieren, die typischerweise Margen zwischen 350 und 500 Basispunkten haben. Mezzanine-Kredite oder Überbrückungsfinanzierungen haben typischerweise noch höhere Margen zwischen 600 und 1200 Basispunkten.

**Abbildung 9: Verschiedene Finanzierungsbeispiele für kommerzielle Immobilienkredite**



Quelle: Credit Suisse

Investoren müssen sich ausserdem der Risiken bei der Investition in Private Real Estate Debt bewusst sein. Insbesondere Investitionen in Junior-Tranchen und Mezzanine-Kredite beinhalten höhere Ausfallwahrscheinlichkeiten. Aufgrund der illiquiden Natur der Kredite ist auch ein längerer Anlagehorizont auf der Seite der Investoren notwendig.

## 5. Strategische Betrachtungen zu Senior Loans

Die strategischen Betrachtungen zu Private Debt veranschaulichen wir mit der Sub-Anlageklasse der Senior Loans. Wir widmen uns in einem ersten Teil den Benchmarks, die, sofern verfügbar, für das Verständnis der jeweiligen Anlageklasse hilfreich sind.

Anhand der historischen Entwicklung eines solchen Benchmarks für Senior Loans analysieren wir die Rendite- und die Risikotreiber sowie die Korrelationen zu den Hauptanlageklassen.

Abschliessend simulieren wir mögliche Auswirkungen auf die durchschnittliche Anlagestrategie einer Pensionskasse durch die Beimischung von Senior Loans. Wir zeigen die Risiko/Rendite-Kennzahlen der bestehenden Anlagestrategie mit und ohne Senior Loans.

### 5.1

#### Der richtige Benchmark

Bei nicht traditionellen Anlagen tun sich Anleger häufig schwer damit, passende Benchmarks zu finden. Dies hat unter anderem damit zu tun, dass diese Märkte über einen Index vielfach schwierig abzubilden sind.

Die Suche nach einem geeigneten Referenzindex verläuft deshalb nicht immer befriedigend für den Anleger, der sich in der Folge mit Alternativen wie zum Beispiel «Libor+»-Benchmarks oder mit einer Durchschnittsperformance bestehender Fondsmanager zufriedengeben muss. Die Suche nach dem richtigen Benchmark an sich trägt aber bereits zu einem besseren Verständnis der Anlageklasse bei.

Oftmals hängt das Vorhandensein von Benchmarks auch mit der Nachfrage für die zugrundeliegende Anlageklasse zusammen. Davon haben beispielsweise Senior Loans profitiert. Investoren stehen mittlerweile etablierte Benchmarks zu Verfügung, unter anderem durch die beiden Anbieter S&P Dow Jones Indices (S&P Global) und Credit Suisse. Die nachfolgende Tabelle 3 führt die wichtigsten Eckpunkte auf.

**Tabelle 3: Senior Loans Benchmarks**

Kennzahlen per 31.1.2019	Credit Suisse Leveraged Loan Index	S&P Global Leveraged Loan Index
Anbieter	Credit Suisse	S&P Global
Markt (ungefähr)	100 % USA	75 % USA / 25 % Europa
Gewichtung	Kapitalmarktgewichtet	Kapitalmarktgewichtet
Marktwert (in USD)	1,2 Billionen	1,3 Billionen
Anzahl Emmissionen	1'673	1'788
Ratingvorgabe/Mindestrendite	Tiefer als BBB+ (S&P) / Ba1 (Moody's)	Min. LIBOR/EURIBOR + 125 bp
Verfallsrendite (in USD)	7,15 % p.a.	6,39 % p.a.
Rebalancing-Häufigkeit	Monatlich	Wöchentlich
Preissetzung	täglich	täglich
Indexbeginn	31.12.1991	01.01.2002

Quelle: S&P, Credit Suisse

Senior Loans als Anlageklasse weisen auch einige für Anleger nennenswerte Risiken auf. Nebst den erhöhten Kreditrisiken (Ratings bewegen sich üblicherweise im «non-investment grade»-Bereich) ist bei Senior Loans gegenüber kotierten Anleihen höherer Bonität mit eingeschränkter Liquidität zu rechnen. Insbesondere während Marktkrisen (z. B. Finanzkrise 2007/2008) müssen Anleger damit rechnen, dass es beim Verkauf bestehender Positionen Schwierigkeiten geben kann, beispielsweise zusätzliche Preisabschläge. Ein entsprechender Anlagehorizont trägt somit massgeblich zur Risikofähigkeit bei.

### 5.2

#### Anlageeigenschaften von Senior Loans

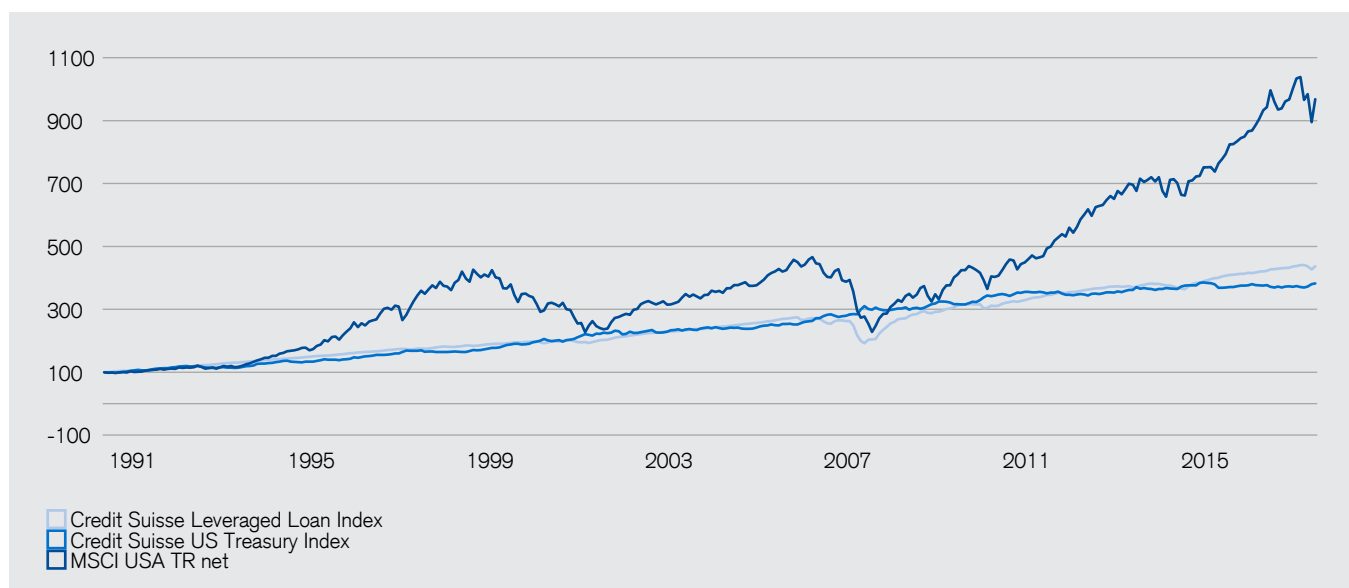
Benchmarks eignen sich gut, um die Eigenschaften der jeweiligen Anlagekategorie zu untersuchen. Deshalb beleuchten wir anhand des Credit Suisse Leveraged Loan Index die Anlageeigenschaften von Senior Loans seit Bestehen des Index (1992).

Abbildung 10 mit Tabelle 4 zeigt die Entwicklung von US Senior Loans im Vergleich zu US-Aktien und US-Staatsanleihen. Dabei liegen die Senior Loans rendite- und risikomässig nicht ganz unerwartet zwischen den US-Aktien und den US-Staatsanleihen. Nebst der Volatilität widerspiegelt auch der in dieser Zeitperiode grösstmögliche Verlust die Risikoeigenschaften dieser drei Anlageklassen, in der Tabelle 4 aufgeführt als «Max. Verlust». Dass Senior Loans starken Wertschwankungen unterliegen können, zeigte die Finanzkrise 2007/2008, wobei die damals im Vergleich zu heute deutlich tiefere Liquidität im Senior-Loans-Markt dazu beigetragen hatte.

Über die in Abbildung 10 gemessene Zeitperiode wird deutlich, dass US Senior Loans lange Zeit eine ähnliche Entwicklung wie US-Staatsanleihen aufwiesen. Erst seit Mitte 2016 konnten sich Senior Loans renditemässig absetzen. Bis dahin profitierten Staatsanleihen von sinkenden Zinsen, während Senior Loans aufgrund ihrer liborbasierten Verzinsung negativ davon betroffen waren. Als sich die US-Zinsen stabilisierten respektive stiegen, stellte sich in der Folge ein gegenteiliger Effekt auf diese beiden Anlageklassen ein. Das höhere Kreditrisiko der Senior Loans wurde im mehrheitlich positiven Wirtschaftsumfeld mit zusätzlicher Rendite entschädigt.

**Abbildung 10 mit Tabelle 4: Historische Wertentwicklung und Korrelationen ( $\rho$ ) von US Senior Loans, US- Staatsanleihen und US-Aktien<sup>13</sup>**

Kennzahlen (31.12.1991-31.01.2019, in USD)	Rendite p.a.	Risiko p.a.	Max. Verlust	$\rho$ zu US Treasury	$\rho$ zu MSCI USA
Credit Suisse Leveraged Loan Index	5,5 %	5,0 %	-29,9 %	-0,3	0,4
Credit Suisse US Treasury Index	5,1 %	4,3 %	-5,4 %	1,0	-0,2
MSCI USA TR net	8,5 %	14,1 %	-51,1 %	-0,2	1,0



Quelle: Morningstar, Credit Suisse (2019)

Nebst den Rendite- und Risikomassen vervollständigt die Höhe der Korrelation einer Anlage gegenüber den weiteren Portfoliobestandteilen die wichtigsten Anlagekennzahlen. Hier weisen Senior Loans mit US-Aktien (0,4) und mit US-Staatsanleihen (-0,3) eine reduzierte respektive tiefe Korrelation auf und signalisieren damit Diversifikationspotenzial. Dieses hat auch über kürzere Zeitperioden seit Bestehen des Index Bestand.

Beim Vergleich der Korrelationskennzahlen in Tabelle 4 mit der dargestellten Kursentwicklung in Abbildung 10 wird zudem deutlich, dass die Korrelationsvorteile nicht immer auf Anhieb ersichtlich sind. Dies liegt unter anderem daran, dass diese primär von der Richtung und nur bedingt vom Ausmass der Renditen geprägt sind. Da die Rendite bei Senior Loans zum grössten Teil durch das eingegangene Kreditrisiko entsteht (bei minimaler Duration), ist die Korrelation mit US-Aktien deutlich höher als mit US-Staatsanleihen.

<sup>13</sup> Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind keine verlässlichen Indikatoren für zukünftige Ergebnisse.

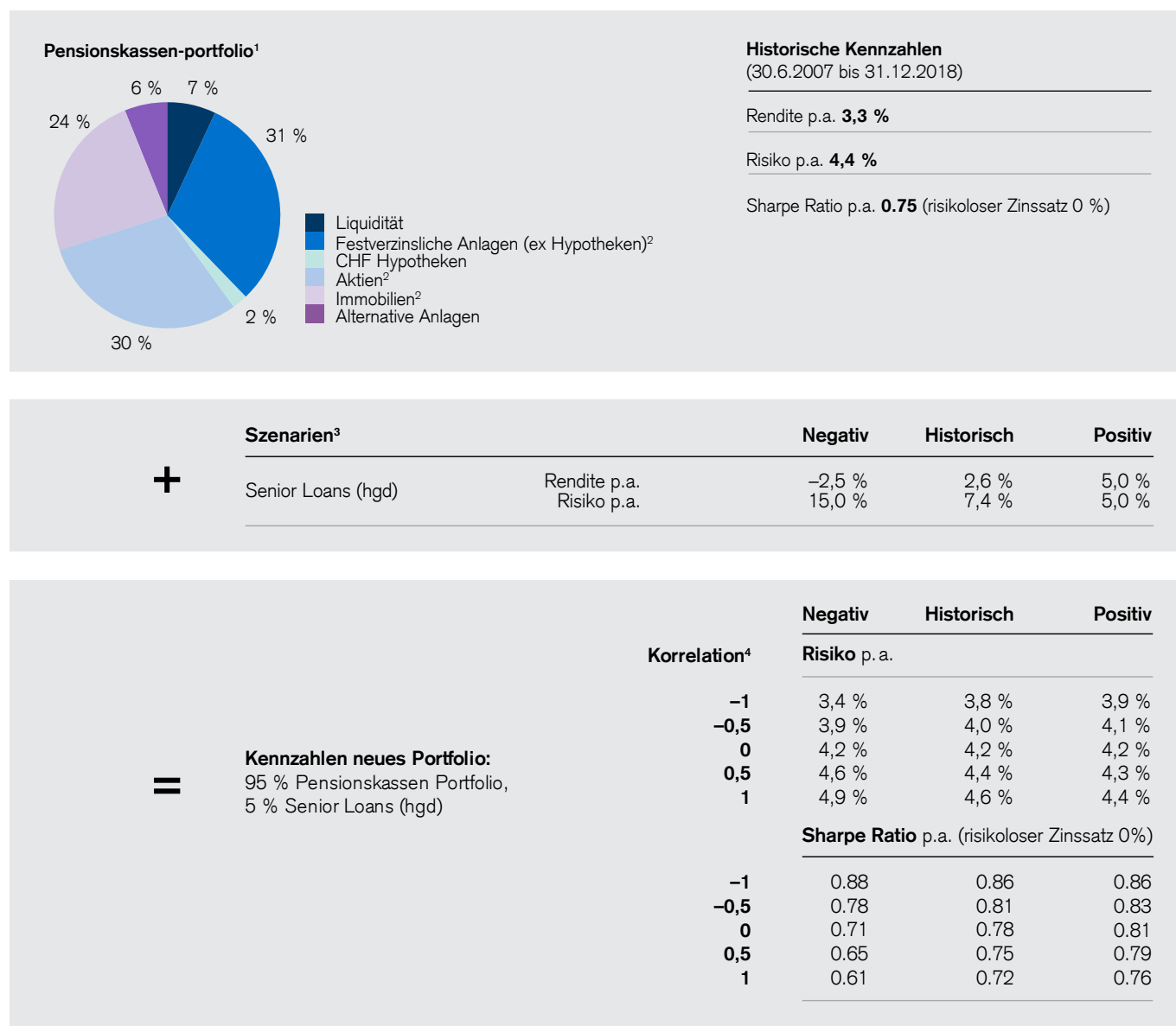
Um eine ganzheitliche Prüfung einer neuen Anlageklasse vorzunehmen, führen wir eine Analyse im Kontext einer typischen Pensionskassen-Anlagestrategie durch. Dadurch werden die erwähnten Diversifikationseigenschaften für einen bestehenden Investor konkret aufgezeigt.

### 5.3

#### Strategiesimulationen bei institutionellen Investoren

Welchen Einfluss haben die Rendite, das Risiko und die Korrelation einer neuen Anlage auf eine bestehende Anlagestrategie? Um diese Frage für Senior Loans zu beantworten, fügen wir sie in Abbildung 11 mit einer 5-prozentigen Gewichtung, abgesichert in CHF (hgd in CHF) und mit verschiedenen Simulationen in Bezug auf Rendite und Risiko, einem typischen Pensionskassenportfolio hinzu (proportional zulasten der bestehenden Allokation).

Abbildung 11: Simulationen mit institutionellem Portfolio und Senior Loans



Quellen: Credit Suisse (2019), Finma (2019).

1 Vereinfachte Asset-Allokation, basierend auf «Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index 4. Quartal 2018» (Credit Suisse (Schweiz) AG).

2 Je 50 % Obligationen CHF und FW (hedged in CHF); je 50 % Aktien Schweiz und Ausland; je 50 % Immobilienfonds Schweiz direkt und kotiert.

3 Die Szenarien «negativ» und «positiv» illustrieren unterschiedliche Entwicklungen der Anlageklasse Senior Loans. Sie entsprechen keinen Erwartungen. Die Simulationsvariante «historisch» entspricht der historischen Entwicklung des Credit Suisse Leveraged Loan Index hgd in CHF vom 30.6.2007 bis 31.12.2018.

4 Zwischen Senior Loans und PK-Portfolio.

Für die zusätzliche Anlageklasse der Senior Loans nehmen wir drei unterschiedliche Risiko/Rendite-Profile an: negativ, historisch und positiv. Für jedes dieser drei Profile simulieren wir den Einfluss mit unterschiedlichen Korrelationswerten  $-1$ ,  $-0,5$ ,  $0$ ,  $0,5$  und  $1$  auf das bestehende Portfolio (siehe Kuchendiagramm in Abbildung 11).

Die Simulationsergebnisse zeigen, dass sich in der Mehrheit der Ergebnisse die neue 5-prozentige Allokation gelohnt hat. Das Risiko bzw. die Sharpe Ratio hat sich in diesen Fällen im Vergleich zum Ursprungsportfolio verbessert. Dabei wird auch die Wichtigkeit der Korrelationseffekte illustriert: So verbessern sich beispielsweise bei einer Beimischung von Senior Loans, abgesichert in CHF, in der historischen Simulation Risiko und Sharpe Ratio des bestehenden Pensionskassenportfolios bereits ab einer Korrelation von  $0,5$ . Dies, obwohl die Rendite und das Risiko dieser Anlageklasse schlechter sind im Vergleich zum bestehenden Pensionskassenportfolio.

Die besten Resultate, sowohl für das Risiko als auch die Sharpe Ratio, entstehen erwartungsgemäss bei der tiefsten Korrelation von  $-1$ . Es wird jedoch deutlich, dass mit sinkender Korrelation gleichzeitig ihr Einfluss im Verhältnis zu den Risiko/Rendite-Annahmen der hinzugefügten Senior Loans stark zunimmt. So hat zum Beispiel die negative Simulationsvariante bei einer Korrelation von  $-1$  eine deutlich höhere Sharpe Ratio als die positive Simulationsvariante bei einer Korrelation von  $-0,5$ .

Die Ergebnisse illustrieren die Wichtigkeit einer Analyse im Portfoliokontext. Die isolierte Betrachtung einer Anlageklasse allein auf Basis des Risiko/Rendite-Profils greift zu kurz. Es ist deshalb empfehlenswert, das eigene Portfolio, beispielsweise mittels einer Asset-Liability-Analyse, auf eine strategische oder taktische Beimischung neuer Anlagen zu prüfen. In unserem Beispiel von Private Debt beziehungsweise Senior Loans liefern das aktuelle Tiefzinsumfeld und die Ungewissheit über dessen Dauer derzeit ein zusätzliches Argument.

## 6. Appendix

**Tabelle 5: Überblick über verschiedene Typen von Anlagevehikeln in RE Debt**

Indirekte Vehikel	Anlageuniversum	Typische Ziel-Netto-IRRs auf Fondsebene p. a. in Lokalwährung Q1 2019	Währung	Durchschnittliche Ziel-LTVs bei der Investition	Fondsdomizil und Struktur
Schweizer Wohnhypotheken	Erstrangige Schweizer Wohneigentumshypotheken	0,0–0,5 %	CHF	50 %	CH-Anlagestiftung/ Anlagefonds
Senior-Secured-Hypotheken EUR	Senior-Hypotheken in Core-Immobilien-sektoren	1–2 %	EUR	50 %	LUX SICAF SIF, SVA oder FCP
Gemischte Hypothekarfonds Eurozone	Mischung aus Senior-Hypotheken, Whole Loans, Junior Loans und Mezzanine-Kredite in Europa	3–5 %	EUR	60 %	LUX SICAF SIF, SVA oder FCP
Senior-Hypothekarfonds UK	Mischung aus Senior-Hypotheken und Whole Loans für Core-Sektoren London und Regionalmärkte	5–7 %	GBP	60 %	UK LP, Guernsey LP, Jersey LP
Europa Mezzanine	Mezzanine-Kredite, Übergangsfinanzierungen und Bridge Loans	7–9 %	EUR	75 %	LUX SICAF SIF, SVA oder FCP
US-Senior-Hypotheken	Senior-Hypotheken in Core-Immobilien-sektoren	5–7 %	USD	55 %	US Limited Partnerships
US Whole Loans und Mezzanine	US-Senior-Stretch-Hypotheken, Mezzanine, Bridge Loans und transitionale Kredite	6–9 %	USD	70 %	US Limited Partnerships
High Yield und Opportunistisch Global	US- und europäische Mezzanine-Kredite, Portfoliokredite, Wohneigentumskreditportfolios, Distressed Debt und zusätzlicher Leverage auf Fondsebene	15–20 %	USD	80 %	US Limited Partnerships

Quelle: Credit Suisse

---

**Kontakt**

Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG  
Kalandergerasse 4  
8045 Zürich  
[communication.assetmanagement@credit-suisse.com](mailto:communication.assetmanagement@credit-suisse.com)

Credit Suisse (Schweiz) AG  
Paradeplatz 8  
8001 Zürich  
[institutional.clients@credit-suisse.com](mailto:institutional.clients@credit-suisse.com)

**Redaktionsschluss**

Datum 04.09.2019

**Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG**

Kalandergerasse 4  
8045 Zürich  
[credit-suisse.com](http://credit-suisse.com)

**CREDIT SUISSE (Schweiz) AG**

Paradeplatz 8  
8001 Zürich  
[credit-suisse.com](http://credit-suisse.com)

**Disclaimer / Wichtige Hinweise**

Die bereitgestellten Informationen dienen Werbezwecken. Sie stellen keine Anlageberatung dar, basieren nicht auf andere Weise auf einer Berücksichtigung der persönlichen Umstände des Empfängers und sind auch nicht das Ergebnis einer objektiven oder unabhängigen Finanzanalyse. Die bereitgestellten Informationen sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Abschluss einer Finanztransaktion dar. Diese Informationen wurden von der Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «CS») mit grösster Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen repräsentieren die Sicht der CS zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Sie stammen aus Quellen, die für zuverlässig erachtet werden. Die CS gibt keine Gewähr hinsichtlich des Inhalts und der Vollständigkeit der Informationen und lehnt, sofern rechtlich möglich, jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung der Informationen ergeben. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Die Informationen in diesem Dokument dienen der ausschliesslichen Nutzung durch den Empfänger. Weder die vorliegenden Informationen noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten von Amerika versandt, dorthin mitgenommen oder in den Vereinigten Staaten von Amerika verteilt oder an US-Personen (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültiger Fassung) abgegeben werden. Ohne schriftliche Genehmigung der CS dürfen diese Informationen weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.  
Copyright © 2019 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.