

Die attraktive Chance im Private-Debt-Sektor Europas



Adam Wheeler

Co-Head of Global Private Finance

Es finden zwar weniger Fusionen und Übernahmen statt, dennoch lassen sich auf dem europäischen Markt nach wie vor potenziell attraktive Renditen erzielen, so Adam Wheeler, Co-Head der Barings Global Private Finance Group.

Wie würden Sie das derzeitige Private-Credit Umfeld und die Chancen, die sich durch die Volatilität ergeben, beschreiben?

Die Auswirkungen der höheren Zinsen auf den Private-Credit-Markt sind deutlich zu spüren. Die Fremdverschuldung ist zurückgegangen und das allgemeine Renditeprofil des Marktes ist wahrscheinlich so hoch wie seit Jahrzehnten nicht mehr. Die Spreads sind gegenüber dem Stand von vor 18 Monaten um mindestens 100 Basispunkte gestiegen. Obwohl die Unternehmenswerte leicht gesunken sind, bleibt immer noch ein beträchtliches Eigenkapitalpolster. Folglich erscheint die Anlageklasse auf Basis der absoluten Renditen sehr attraktiv. Langfristig sind diese Sätze wahrscheinlich nicht haltbar, aber für den Rest des Jahres 2023 und bis ins Jahr 2024 hinein dürften in etwa Renditen auf dem heutigen Niveau geboten sein.

Unterdessen wird auf dem Markt für breit syndizierte Darlehen wohl eine Zeit lang keine Aktivität zu verzeichnen sein, sodass diese Kapitalquelle keine wirkliche Option darstellt. Auch auf dem Private-Credit-Markt steht deutlich weniger Kapital zur Verfügung, da direkte Kreditgeber in den letzten 18 Monaten beträchtliche Summen eingesetzt haben, wodurch sich das Investitionsvolumen für Transaktionen verringert hat.

Wie beurteilen Sie die Marktaktivität, Dealflow und Preisgestaltung?

Die Zahl der Unternehmensfusionen und -übernahmen hat sich sicherlich abgekühlt, wie man in diesem Umfeld erwarten

würde. Anleger halten sich aufgrund der Ungewissheit bei Kaufentscheidungen zurück und wollen auch nicht verkaufen, da sie davon ausgehen, nicht die Preise zu erzielen, die sie für einen Vermögenswert erwarten. Wenn die Ungewissheit schließlich nachlässt, wollen Private-Equity-Firmen, die Anlagen lange gehalten haben, wahrscheinlich verkaufen, während andere Marktteilnehmer über reichlich Kapital für Investitionen verfügen. Unserer Erwartung nach dürfte sich der Dealflow bis Ende des Jahres erholen, wobei das vierte Quartal in Europa von einem hohen Geschäftsvolumen geprägt sein könnte.

Da wir bei Barings über ein großes Portfolio von Emittenten verfügen, können wir Unternehmen, denen wir bereits Kredite gewährt haben, mit weiteren Darlehen unterstützen. Dank unserer etablierten Stellung werden uns Transaktionen angeboten und wir müssen nicht zwangsläufig nach neuen Plattformen Ausschau halten, um mehr Kapital einsetzen zu können.

Die Preise sind sicher gestiegen, da weniger Kapital im Wettbewerb um Transaktionen steht. Auf Basis der Leitzinsen belaufen sich die absoluten Renditen für erstrangig besicherte Risikoanlagen auf über 10 Prozent – das ist äußerst attraktiv für vorrangige Schuldtitel.

Inwiefern beeinträchtigt der Makrodruck die Wertentwicklung im Portfolio und wo rechnen Sie mit Herausforderungen?

Die Auswirkungen der Inflation sind im Portfolio eindeutig zu spüren, besonders die höheren Beschäftigungskosten, da aufgrund von Engpässen bei angelernten und ungelerten Arbeitskräften eine größere Personalknappheit herrscht. Die Inputpreise sind sicherlich gestiegen, dennoch steuern Unternehmen die Lieferketten offenbar recht gut. Einige geben die Preiserhöhungen an Kunden weiter und verzeichnen eine recht robuste Nachfrage.

Dennoch schlagen sich die gestiegenen Zinsen noch nicht wirklich im Portfolio nieder. Damit rechnen wir in der ersten Hälfte dieses Jahres. Dadurch dürften sich die Umsätze etwas abschwächen und somit auch die Margen.

Unseres Erachtens ist unser Portfolio sehr gut aufgestellt, um dem schwierigen Umfeld standzuhalten. Wir haben ein konservatives Portfolio von Unternehmen aufgebaut, die mit Blick auf den Verschuldungsgrad am unteren Ende des Risikospektrums angesiedelt sind, statt durch eine höhere Fremdkapitalaufnahme und lockere Kreditauflagen Renditen hinterherzujagen. Die Transaktionen in unserem Portfolio weisen außerdem ein gutes Eigenkapitalpolster auf. Wir gehen defensiv vor und haben zyklische Geschäftstätigkeiten gemieden – wir haben etwa kein Engagement im Einzelhandel oder im Verbrauchersektor. Stattdessen fokussieren wir uns in der Regel auf Titel aus den Bereichen Unternehmensdienstleistungen, Gesundheitswesen und Software, die widerstandsfähigere Geschäftsmodelle aufweisen.

Unserer Einschätzung nach könnte sich die Lage künftig weiter verschlechtern, vor allem wenn die Zinsen länger als erwartet hoch bleiben. Der Niedergang der Credit Suisse und der Silicon Valley Bank schafft einen weiteren Risikofaktor und dürfte die angespannten Kreditbedingungen weiter verschärfen. Direkte Kreditgeber mit ausreichender Kapitalausstattung dürften in diesem Umfeld besonders gut positioniert sein.

Was sind die Aussichten für Private Credit in Europa und mit welcher Marktentwicklung rechnen Sie im Vergleich zu den USA?

Das Makroumfeld wird sich in Zukunft wahrscheinlich weiter verschlechtern. Allerdings rechnen wir mit einer Normalisierung des Aktivitätsniveaus gegen Ende dieses Jahres – die Kreditgeber, die über Kapital verfügen, können in den nächsten 18 Monaten möglicherweise attraktive Renditen erzielen. Es wird jedoch nicht allen Marktteilnehmern gelingen, Kapital aufzubringen. Daher dürfte der Wettbewerb in den nächsten Jahren abnehmen.

„Unserer Erwartung nach dürfte sich der Dealflow bis Ende des Jahres erholen.“

In Europa stellen Banken am kleineren Ende des Marktes noch immer Lösungen für Private-Equity-Firmen bereit – anders als in den USA, wo der Markt von direkten Kreditgebern geprägt ist. Aus diesem Grund rechnen wir damit, dass Kreditfonds

mehr Anteile im unteren Mid-Market erobern und die Marktdurchdringung erhöhen werden.

Die Preise in den USA und in Europa liegen heute verhältnismäßig nahe beieinander, was ungewöhnlich ist – in den letzten Jahren waren die Preise in den USA höher als in Europa. Eine weitere Durchdringung dürfte hier einen stärkeren Einsatz ermöglichen als in den USA, wo man viel stärker auf Fusionen und Übernahmen angewiesen ist. Das Wachstumsprofil der direkten Kreditgeber in Europa ist daher viel robuster.

Und abschließend: Worauf fokussieren sich Anleger gegenwärtig, wenn sie in direkte Unternehmenskredite investieren?

Der Nennereffekt hatte eindeutig Auswirkungen auf die Allokationen. Aber den Anlegern, mit denen wir im Gespräch sind, gefällt die Anlageklasse nach wie vor und sie wollen ihr Mittel zuweisen. Viele sind noch mit ihren Allokationen des Jahres 2023 beschäftigt, wir rechnen aber damit, dass die meisten in diesem Jahr aufstocken werden – die Frage ist nur, wie sehr. Die meisten Anleger sehen in der direkten Kreditvergabe inzwischen eine Kernallokation, was vor einigen Jahren nicht der Fall war.

Nach einigen Schätzungen könnten sich die Private-Debt-Allokationen in den nächsten vier Jahren verdoppeln. Es könnte also aufgrund des Nennereffekts einen kurzzeitigen Einbruch geben, der langfristige Trend geht jedoch zu größeren Zuweisungen von institutionellen Anlegern. Die meisten Anleger haben eine Zuweisung zu Direktkrediten, opportunistischen Krediten und zunehmend entweder Immobilien- oder Infrastrukturdarlehen. Direktkredite sind hierbei in der Regel die größte Allokation.

Vor zehn Jahren war die direkte Kreditvergabe ein neuer Markt in Europa. Heute kennen die Anleger die Anlageklasse besser, viele investieren bereits seit Jahren. Diese Anleger haben ihre Zuweisungen zur Anlageklasse angesichts der positiven langfristigen Entwicklung, der beständigen Renditen und – bei Auswahl des richtigen Managers – Widerstandskraft über den Zyklus hinweg immer mehr erhöht. Die Managerauswahl wird jedoch sicherlich an Bedeutung gewinnen. Nach mehreren positiven Jahren, in denen die meisten Manager ziemlich gut abgeschnitten haben, dürften in Zukunft deutlich größere Abweichungen bei der Wertentwicklung zu beobachten sein.