

Anlageklasse Private Debt

Sammelband 2023

SECA Booklet
no. 18



Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

The Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA) is the representative body for Switzerland's private equity, venture capital and corporate finance industries. SECA has the objective to promote private equity and corporate finance activities in Switzerland. Meanwhile, SECA has a strong base of more than 500 members, which is composed of several investment companies, banks, corporate finance advisors, auditing companies, management consultants, lawyers and private investors.

SECA Booklet no. 18

May 2023

Publisher

SECA – Swiss Private Equity &
Corporate Finance Association

Suurstoffi 1

CH-6343 Rotkreuz

Production

Online-Publication

For further questions:

info@seca.ch

+41 41 757 67 77



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Anlageklasse Private Debt



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Vorwort

Vorwort

Die Anlageklasse Private Debt

Private Markets (oder Privatmarktanlagen) sind ein Überbegriff für Kapitalanlagen, die nicht über eine Börse öffentlich verfügbar sind.

Zu Private Markets zählen Investitionen in Firmen, die nicht an einer Börse kotiert sind (Private Equity), Anleihen, die nicht an einer Börse kotiert sind (Private Debt), nicht-kotierte Infrastrukturanlagen (Private Infrastructure) und Immobilienprojekte (Private Equity Real Estate).

Private Debt bezeichnet ein kurz- bis mittelfristiges finanzielles Engagement in der Form von Fremdkapital in nicht kotierte Unternehmungen. Das Ziel des Engagements ist, dass die künftige Unternehmensleistung Liquidität und positive Rückflüsse (Amortisation und Verzinsung des Fremdkapitals) erzeugen wird.

Private Debt ist eine Nominalanlage und deshalb ökonomisch in die Nähe von kotierten Unternehmensanleihen einzureihen – mit einigen gewichtigen Unterschieden wie Corporate Governance (z.T. Beisitz im Verwaltungsrat), Vergütung des Zinses (z.T. am Ende der mehrjährigen Periode), der Dauerhaftigkeit des Anlagehorizonts (typischerweise 3-5 Jahre), der Handelbar-

keit bzw. Illiquidität sowie der zusätzlichen Transparenz gegenüber dem Investor (Due Diligence).

Zusätzliche Rendite- und Diversifikationsmöglichkeit

Institutionelle Investoren können Private Markets nutzen, um ihre Rendite zu steigern und durch die zusätzliche Diversifikation ihr Risiko zu optimieren. Nach unserer Einschätzung sollte die Private-Markets-Zielallokation von langfristig orientierten institutionellen Investoren 6-10% betragen.

Weil Private Debt die Fremdkapitalfinanzierung von nicht kotierten Unternehmungen umfasst, bietet die Anlageklasse Zugang zu Renditequellen, die über öffentliche Märkte nicht verfügbar sind.

Schweizer Heimvorteil

Schweizer Investoren profitieren von einem klaren Heimvorteil: Die Schweiz ist einer der globalen Hauptstandorte der Private Markets Industrie. Einige der weltweit grössten und anerkanntesten Private-Markets-Anbieter wie Avadis, BlackRock, Capital Dynamics, LGT Capital Partners, Partners Group oder Schroders Capital haben ihren Sitz in der Schweiz. Dazu kommen Private-Debt-Spezialisten wie

Alpinum Investment Management oder Twelve Capital. Das benötigte Knowhow für die Anlageklasse liegt bei uns somit direkt vor der Haustüre.

Diese Publikation bietet eine Auswahl an Publikationen dieser Anbieter. Sie wird interessierten Investoren kostenlos zur Verfügung gestellt.

SECA Ausbildung

Die SECA bietet zudem Seminare für institutionelle Investoren zum Thema Private Markets, Private Debt und Private Infrastructure an. Die Seminare verstehen sich als Einstieg in die Anlageklasse und bieten einen Überblick zum Markt mit den jeweiligen Chancen und Risiken.

Die Seminare werden von Prof. Dr. Maurice Pedernana und Dr. Teddy Amberg geleitet und mit ausgewählten Gastvorträgen von Industriespezialisten ergänzt. Sie dauern einen halben Tag und finden in Zusammenarbeit mit dem Institut für Finanzdienstleistungen Zug IFZ der Hochschule Luzern – Wirtschaft statt. Die Vorträge und Schulungsunterlagen werden in deutscher Sprache gehalten (in Genf auf Französisch).

Weitere Informationen und Seminardaten

Die SECA unterstützt institutionelle Investoren mit Informationsmaterial und Schulungen zum Thema Private Markets. Die nächsten Seminardaten und weitere Informationen stehen unter den folgenden Webseiten zur Verfügung:

- www.private-markets.ch
- www.seca.ch

Zug/Rotkreuz, Mai 2023



Maurice Pedernana
SECA General Secretary
Prof.Dr.oec.



Teddy Amberg
Referent
Dr. phil.



SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

Inhalt

Inhalt

Private Debt

Alpinum Investment Management

Private Debt in steigendem Zinsumfeld

BlackRock

Private Credit in Focus

Capital Dynamics

U.S. Lower Middle-Market Direct Lending:
Ein sicherer Hafen in Zeiten instabiler Märkte

Partners Group

Sustainability linked loans:
A new engagement channel in private debt

Twelve Capital

Insurance Private Debt: Private Versicherungsnachträge
im institutionellen Portfolio

Alpinum Investment Management

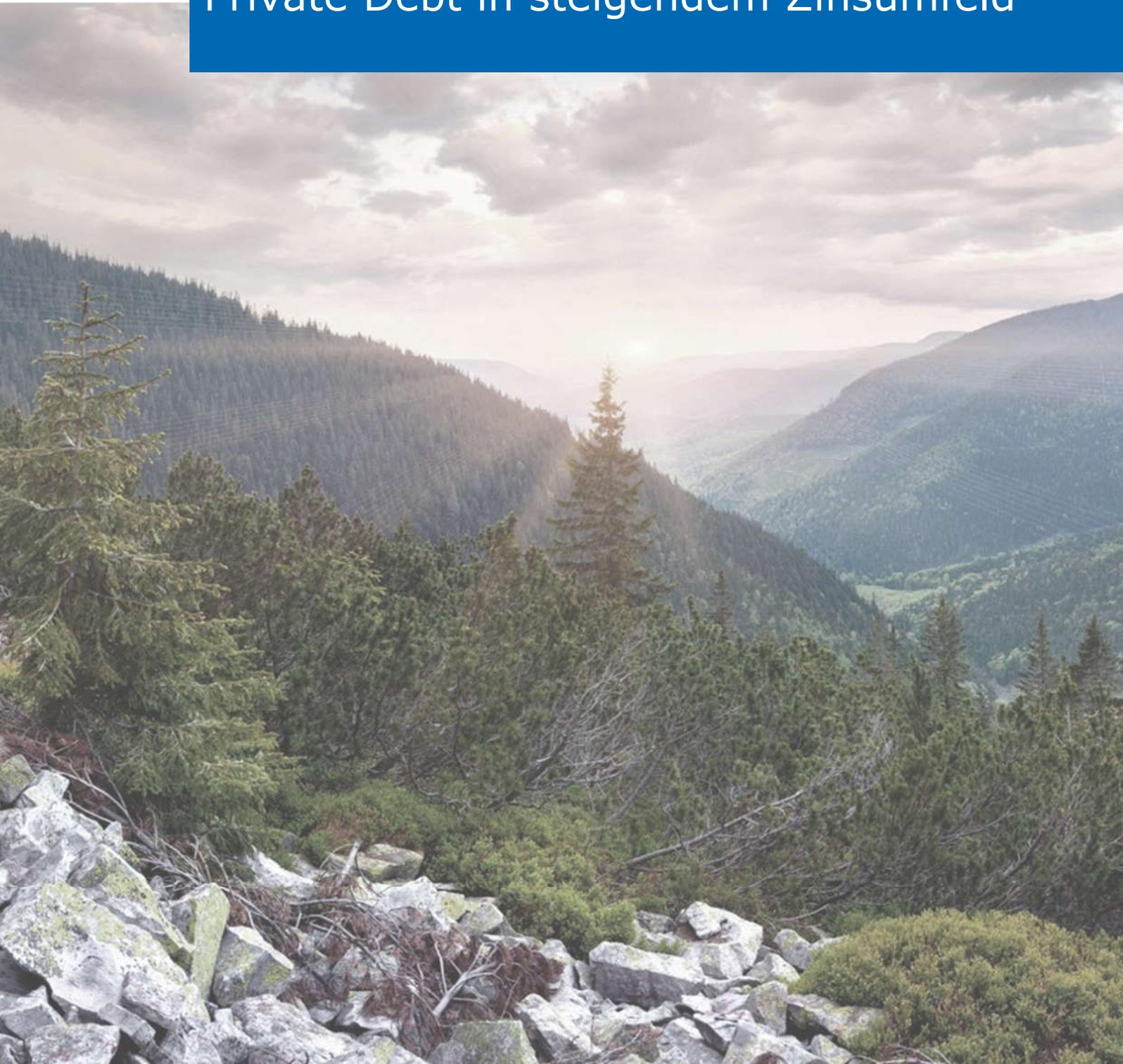
Private Debt in steigendem Zinsumfeld

ALPINUM INVESTMENT MANAGEMENT

Alpinum Investment Management AG (AIM) ist ein unabhängiger Schweizer Investmentmanager mit Sitz in Zürich, welcher 2014 als Spin-off aus einem global tätigen Vermögensverwalter hervorgegangen ist. Das AIM-Team ist spezialisiert auf Manager Research und Selektion und verfügt über langjährige Erfahrung in der Analyse und Verwaltung von Direct Lending Anlagen. Die massgeschneiderten Fondsstrukturen weisen gegenwärtig rund USD 500 Millionen auf und sind breit über mehrere Spezialisten diversifiziert. Alpinum IM ist Finma-lizenziert und verwaltet CHF 2 Milliarden. Sie hat sich mit ihrer Fachexpertise zu einer anerkannten Boutique für traditionelle und alternative Anlagen im Kredit-/Fixed-Income-Bereich, Direct Lending und Hedgefonds etabliert.

ALPINUM INVESTMENT MANAGEMENT

Private Debt in steigendem Zinsumfeld



Inhaltsverzeichnis

- 1 Managerselektion
- 2 Portfoliokonstruktion und Umsetzung
- 3 Herausforderungen im kommenden Ausfallzyklus 2023-2024
- 4 Zusammenfassung
- 5 Glossar
- 6 Kontakte

Disclaimer

This is an advertising document. This document does not constitute an offer to anyone, or a solicitation by anyone, to make any investments in securities. Such offer will only be made by means of a personal, confidential memorandum. This document is for the intended recipient only and may not be transmitted or distributed to third parties

Past performance is not a guide to future performance and may not be repeated. You should remember that the value of investments can go down as well as up and is not guaranteed. The actual performance realized by any given investor depends on, amongst other things, the currency fluctuations, the investment strategy invested into and the classes of interests subscribed for the period during which such interests are held. Emerging markets refer to the markets in countries that possess one or more characteristics such as certain degrees of political instability, relative unpredictability in financial markets and economic growth patterns, a financial market that is still at the development stage, or a weak economy. Respective investments may carry enhanced risks and should only be considered by sophisticated investors.

Nothing contained in this document constitutes financial, legal, tax, investment or other advice, nor should any investment or any other decisions be made solely based on this document. Although all information and opinions expressed in this document were obtained from sources believed to be reliable and in good faith, no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy or completeness and no liability is accepted for any direct or indirect damages resulting from or arising out of the use of this information. All information as well as any prices indicated is subject to change without notice. Any information on asset classes, asset allocations and investment

instruments is only indicative. Before entering into any transaction, investors should consider the suitability of the transaction to their own individual circumstances and objectives. We strongly suggest that you consult your independent advisors in relation to any legal, tax, accounting and regulatory issues before making any investments.

This publication may contain information obtained from third parties, including but not limited to rating agencies such as Standard & Poor's, Moody's and Fitch. Reproduction and distribution of third-party content in any form is prohibited except with the prior written permission of the related third party. Alpinum Investment Management AG and the third-party providers do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of any information, including ratings, and will not be responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), or for the results obtained from the use of such content. Third-party data are owned by the applicable third parties and are provided for your internal use only. Such data may not be reproduced or re-disseminated and may not be used to create any financial instruments or products, or any indices. Such data are provided without any warranties of any kind.

If you have any enquiries concerning the document please contact your Alpinum Investment Management AG contact for further information. The document is not directed to any person in any jurisdiction which is prohibited by law to access such information. All information is subject to copyright with all rights reserved. Any communication with Alpinum Investment Management AG is incorporated in Switzerland and is FINMA licensed and regulated.

«Attraktiver, stabiler Ertrag bei vorrangiger Besicherung und reduzierter Korrelation. Das sind die Kernargumente, weshalb sich Direct-Lending-Anlagen heute praktisch für die meisten institutionellen Portfolios als strategische Allokation eignen. Dabei raten wir Investoren dringend davon ab, für marginal höhere Erträge auch nur geringe Abstriche bei der Kapitalstruktur-Positionierung oder der Besicherung einzugehen.»

– Reto Ineichen, CEO & CIO Alpinum Investment AG

Private Debt in steigendem Zinsumfeld

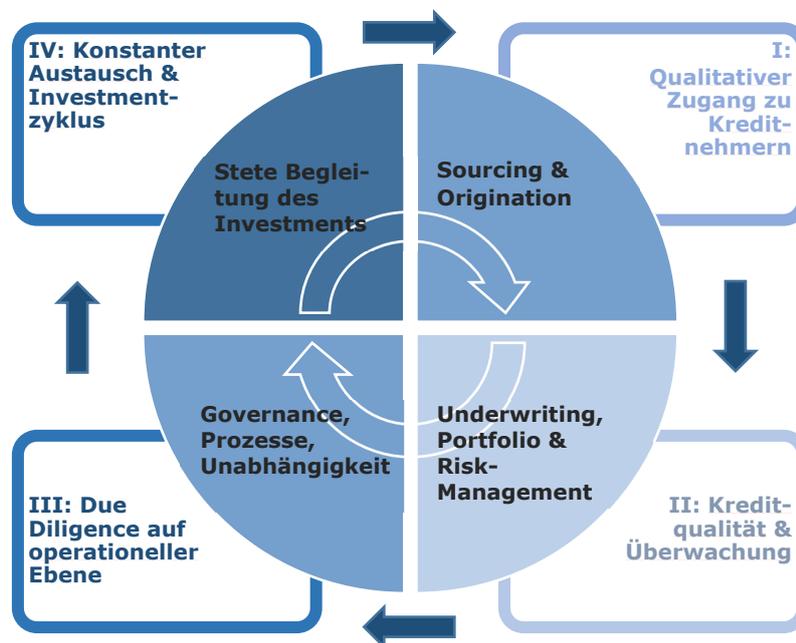
Seit 2012 ist Alpinum Investment Management ("Alpinum") im Private-Debt-Markt aktiv und bietet institutionellen Anlegern massgeschneiderte Lösungen an. Dieser Artikel ist in drei Bereiche gegliedert und geht im ersten Kapitel auf den Fokus von Alpinum bei der Managerauswahl ein. Im zweiten Kapitel beschreiben wir unseren grundlegenden Portfoliokonstruktionsprozess im Bereich Private Debt, gefolgt vom letzten Kapitel, welches die gegenwärtigen Marktherausforderungen durchleuchtet.

Private Debt bietet ihren Anlegern als Anlageklasse generell eine attraktive Möglichkeit, Renditen zu erzielen, die von einer Illiquiditätsprämie profitieren und weniger mit traditionellen Märkten korrelieren. Allerdings werden die Anleger in den kommenden Jahren vor grösseren Herausforderungen stehen, da sie auf den kommenden Ausfallzyklus (2023-2024) vorbereitet sein müssen. In diesem Artikel beschreibt Alpinum die wichtigsten Portfolio- und Risikomanagementmassnahmen, um auch in einem sich verschlechternden Marktumfeld von einem erfolgreichen Private-Debt-Portfolio zu profitieren.

1 Managerselektion

Eine durchdachte Auswahl kann einen nachhaltigen Mehrwert für Investoren in Private Debt schaffen. Im aktuell herausfordernden Umfeld gibt es einerseits eine grosse Streuung der Performance im Anlageuniversum. Andererseits müssen jetzt sorgfältig die richtigen Entscheidungen getroffen werden, um in den kommenden Jahren im veränderten Makro- und Zinsumfeld angemessen positioniert zu sein. Opportunitätsfenster sind jetzt weit offen, aber um nicht in Fallen zu tappen, bedarf es langjähriger Erfahrung auf verschiedenen Ebenen der Managerauswahl.

Abbildung 1: Alpinum-Selektionsprozess für Private-Debt-Manager



Quelle: Alpinum IM

Die umfassende Due-Diligence-Prüfung folgt klaren Leitlinien, sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht. Der Schwerpunkt liegt dabei auf vier Abschnitten:

1. Sourcing und Origination: Fähigkeit des Managers, Zugang zu einer konstanten und qualitativ hochwertigen Pipeline von Kreditnehmern zu halten.

2. Kompetenz des Managers, hochwertige Kredite zu zeichnen und gleichzeitig zeitnah zu überwachen, Expertise in Restrukturierungsfällen.
3. Operative Due Diligence, Infrastruktur, Dienstleistungspartner, Compliance, ESG-Richtlinien, Hintergrund- und Referenzprüfungen.
4. Ständige Überwachung der Investition und Anpassung an den Investitionszyklus: Jede Private-Debt-Investition muss ständig überwacht werden, um Qualitätsveränderungen (Collateral- und Covenants-Kontrolle) im Private-Debt-Portfolio schnell zu erkennen und folglich im eigenen Portfoliokontext reagieren zu können.

1.1 Grundlage der Managerselektion in Private Debt

Während in Abbildung 1 der allgemeine Selektionsprozess für Private-Debt-Anlagen beschrieben wird, konzentriert sich der folgende Abschnitt auf die wichtigsten Faktoren bei der Auswahl von Managern in diesem Bereich:

- Sourcing- und Origination-Fähigkeiten des Managers
- Underwriting-Fähigkeiten des Managers

1.2 Sourcing und Origination

Die etablierten Manager treffen ihre Auswahl jährlich aus einem Universum von Tausenden von Krediten, bei spezialisierten Häusern ist dieses Universum typischerweise kleiner. Daher sind der Zugang und die Filterfähigkeiten des Managers entscheidend.

Die Sourcing- und Origination-Fähigkeit von neuen Krediten eines Private-Debt-Managers ist ein Schlüsselement bei der Bewertung der Qualität einer Private-Debt-Strategie; sie geht Hand in Hand mit der Erfahrung des Investitionsteams. Das Private-Debt-Segment ist in Europa noch relativ jung, und in den Vereinigten Staaten haben sich die Banken kurz nach der Finanzkrise 2008 aus regulatorischen Gründen aus dem Sektor zurückgezogen, was unabhängigen Anbietern eine frühe Chance zum Markteintritt gab. Wir legen bei unserer Analyse u.a. einen Schwerpunkt auf den Zugang zu einer breiten "Pipeline" an Krediten, dem Netzwerk des Managers und der fundierten Erfahrung des Teams:

- Nachweis eines breiten Netzwerks zur Beschaffung von Deals und tatsächlicher Erfahrungen bei der Strukturierung und Übernahme von Deals; angesichts des wachsenden Universums und des zunehmenden Wettbewerbs auf dem Markt ist das Sourcing-Netzwerk in verschiedenen Segmenten ein entscheidendes Unterscheidungsmerkmal.
- Starke Sourcing-Kapazitäten erfordern Ressourcen und eine kongruente Teamgröße ist unabdingbar; lokale Mitarbeiter vor Ort oder Muttersprachler können einen bedeutenden Wettbewerbsvorteil darstellen.
- Filterqualität des Managers: Welche Kriterien werden im Screening-Prozess angewandt (Zyklizität, Key-Man-Risiko, Produktdiversifikation eines Kreditnehmers, Kundenkonzentration eines Kreditnehmers)? Welche Kredite entsprechen nicht den Risikostandards des Managers?
- Die Breite und Qualität der Deal-Kanäle sollten durch eine fallweise Überprüfung der Historie überwacht werden:
 1. Deal-Quelle: Sponsor, Berater, Bank, usw.
 2. Primäre vs. sekundäre Opportunitäten
 3. Rolle in einem Deal: Lead, Co-Lead, Follower
 4. Attraktivität der ausgehandelten Bedingungen
- Darüber hinaus sollte eine Kosten- und Gebührenanalyse durchgeführt werden: Origination, Strukturierung, Syndizierung, Vermittlungs- und Verwaltungsgebühren für die Kredite.

1.3 Underwriting-Kompetenz führt zu Portfolioqualität

Kreditanalyse, Underwriting-Know-how und operative Erfahrung sind ebenfalls wesentliche Unterscheidungsmerkmale im Auswahlprozess. Eine Aufschlüsselung der historischen Ergebnisse (z.B. Erträge vs. Kapitalgewinne, Ausfälle, Recoveries) auf der Basis einzelner Deals ermöglicht ein gutes Verständnis der Stärken und Schwächen einer Strategie/eines Teams. Die folgenden Faktoren sind wichtig für die Kompetenzanalyse von Private-Debt-Managern.

- Qualität der Kreditauswahl: Wie eng sind z.B. die EBITDA-Margen des Kreditnehmers und wie anfällig ist die Interest Rate Coverage? Analyse der Loan-to-Value-Ratios ("LTV") und Debt-Service-Coverage-Ratio.
- Wie abhängig sind die EBITDA-Margen und -Ratios vom Konjunkturzyklus? Welche Szenarien haben welche Auswirkungen? Bevorzugung stabiler Sektoren, solider Geschäftsmodelle.
- Überwachung des Collateral: Ab wann wird die Übersicherung geschwächt (Loan-to-Value-Analyse)?
- Was sind die KPIs ("Key Operational Performance Indicators") eines Kreditnehmers?
- Überwachung: Enge Überwachung des Kreditnehmers durch den Kreditgeber – kontinuierliche Überwachung des Unternehmens, absolute und rechtzeitige Kontrolle des Cashflows des Kreditnehmers, um etwaige Anomalien zu erkennen und gegebenenfalls entgegenzuwirken.
- Breiter Kreditausschuss des Kreditgebers, um im Falle von Schwierigkeiten eines Unternehmens Massnahmen durch das Netzwerk anbieten zu können.
- Ausfallanalyse: Ab wann liegt ein Covenant-Bruch vor? Ab wann ist ein Unternehmen "zahlungsunfähig"? Verständnis der Nuancen, die die Qualität und letztlich die Sicherheit ausmachen. Welche "keep-well clauses" und "hard financial measures" gibt es zum Schutz des Kreditgebers?
- In Restrukturierungs- oder Ausfallfällen: Erfahrung und Fachwissen des Workout-Teams des Kreditgebers, Zugang zu Netzwerken von Branchenspezialisten, explizit erfahrene Anwaltsteams für Rechtsstreitigkeiten.
- Principal-Loss-Analyse: Analyse der Recovery Rates bei bereits eingetretenen Ausfällen.
- Gibt es Equity-Kickers, Optionen, Optionsscheine, Lizenzgebühren? An welchem Punkt wirken sie sich auf die Performance aus und zu welchem zusätzlichen Risiko?
- Einsatz von Leverage: Analyse der Leverage-Fazität und der Bonität der Gegenparteien.
- Interessenskongruenz: Das Managementteam sollte persönlich in den Fonds investiert sein.

1.4 Erfahrung als Alleinstellungsmerkmal in der Managerselektion

Zeitfaktor: Die langjährige Erfahrung bei der Auswahl von Private-Debt-Investitionen kommt den Investoren durch das breite Netzwerk und das fundierte Know-how von Alpinum zugute. Aber auch auf der Ebene der Investitionen spielt der Zeitfaktor seine Vorteile aus. Dank langjähriger Beziehungen zu den talentiertesten Managern in der Private-Debt-Branche hat Alpinum direkten Zugang zu Fondsauflegungen oder Co-Investments zu attraktiven Konditionen. Ein weiterer Vorteil ist die Qualität: Neu aufgelegte Portfolios ("next Vintage") von Managern enthalten oft Kredite von bewährten und stabilen Kreditnehmern, die bereits in früheren Portfolios enthalten waren. Dies erhöht die Sicherheit und Qualität der Portfolios erheblich, was letztlich dem Anleger zugutekommt.

Der Wettbewerb auf dem Markt für Private Debt ist hart, und viele Anbieter konkurrieren um die gleichen Angebote, was für Kreditnehmer von Vorteil sein kann. Es ist wichtig zu erkennen, wer auf diesem Markt Vorteile gegenüber der Konkurrenz hat und warum, und wer in der Lage sein könnte, eine lukrative Nische zu besetzen. Darüber hinaus steht Private Debt in ständigem Wettbewerb mit Public Debt und teilweise auch mit Private Equity. Private Equity hat seit Jahren Überkapazitäten ("Dry Powder"), auch wenn sich hier im aktuellen Umfeld Unsicherheiten abzeichnen. Auf der Seite des Public Debt zeigt sich, dass das finanzierungssuchende Unternehmen in einem Hochzinsumfeld Schwierigkeiten hat, sich über Anleihen zu finanzieren. Der private Markt eröffnet nun attraktive Alternativen.

Das Ziel von Private-Debt-Investitionen besteht darin, durch die Kreditqualität (niedrige Ausfallrate und höhere Recoveries) im Laufe der Zeit stabile und attraktive Renditen zu erzielen. Im Gegensatz zu Private Equity, wo die Renditen nach oben, aber auch nach unten offen sind, sind die Renditen

von Private Debt nach oben begrenzt, aber stabil. Der Schlüssel liegt darin, dass der Kreditnehmer über Sicherheiten verfügt und Zugang zu den Vermögenswerten des Unternehmens hat, was seine Nachteile minimiert, während der Aktieninhaber alles verlieren kann. Aus diesem Grund ist bei der Auswahl des richtigen Managers nicht nur die erwartete Rendite wichtig, sondern der Schwerpunkt liegt stets auf dem Schutz vor Verlusten. Dieser erfolgt durch eine konservative Unternehmensauswahl, eine sorgfältige Auswahl der Sicherheiten ("Collateral"), strenge Covenants und Sicherheitsmechanismen, die den Kapitalerhalt jederzeit in den Vordergrund stellen.

2 Portfoliokonstruktion und Umsetzung

Die Portfoliokonstruktion und -implementierung ist neben der Auswahl des Managers ein eminent wichtiger Bestandteil des Anlageprozesses, wenn Anleger eine Private-Debt-Allokation aufbauen. Die Private-Debt-Branche ist in den letzten Jahren rasant gewachsen und hat den Anlegern ein grosses und heterogenes Anlageuniversum hinterlassen. Bei der Portfoliokonstruktion setzt Alpinum auf einen agilen, effizienten und vorausschauenden Ansatz, um die ständigen Herausforderungen und Veränderungen im makroökonomischen Umfeld und bei den Trends bestmöglich zu bewältigen. In der Regel hat der Private-Debt-Investor einen langfristigen Zeithorizont und erwartet dafür eine entsprechende Entschädigung. Alpinum legt den Schwerpunkt seiner Portfoliokonstruktion auf die Erzielung attraktiver, stabiler Renditen in Kombination mit einem sorgfältigen Downside-Management.

2.1 Grundlagen der Portfoliokonstruktion in Private Debt

Wie bei den meisten anderen Anlageklassen muss bei der Portfoliokonstruktion von Private Debt eine Top-Down-Makrosicht mit einer Bottom-Up-Auswahl investierbarer Vermögenswerte kombiniert werden. Im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen müssen Private-Debt-Investoren über das Mittelwert-Varianz-Ergebnis hinausblicken. Der Umsetzungsprozess für Private Debt sieht anders aus und entspricht eher der Umsetzung von Private-Equity-Allokationen.

Abbildung 2: Alpinum-Umsetzungsprozess für ein Private-Debt-Portfolio



Quelle: Alpinum IM

Die gewählte strategische Renditeerwartung ist ein elementarer Faktor, der die Portfoliokonstruktion und den Anlageprozess in den nächsten Phasen leitet. Eine wichtige Überlegung dabei ist, ob der Schwerpunkt auf einer stetigen Rendite mit mässigem Risiko (hauptsächlich vorrangige private Schuldtitel) oder auf einem höheren Wachstumspotenzial und einer höheren Eigenkapitalrendite mit einem höheren Risikoprofil (Schwerpunkt auf nachrangigen Schuldtiteln oder opportunistischen vorrangigen Strategien) liegen sollte. Die Anleger sollten bedenken, dass es in der Regel drei bis fünf Jahre dauert, ein diversifiziertes, solides Private-Debt-Portfolio aufzubauen. Anschliessend müssen

laufende Investitionen getätigt werden, um diese Allokation auf dem angestrebten Niveau zu halten. Darüber hinaus müssen Anleger über eine optimale Portfoliostruktur nachdenken, um ihre Ziele zu erreichen.

Ähnlich zu anderen Anlageklassen ist die Diversifikation der Schlüssel, um Stressphasen an den Märkten und extreme Ereignisse zu überstehen. Daher befürwortet Alpinum ein gut diversifiziertes Portfolio und unterscheidet die folgenden anlegerspezifischen Merkmale:

- Risiko-Ertrags-Profil: Vorrangig vs. Unitranch, gemischt vs. nachrangig, gehebelt vs. ungehebelt
- Manager:
 - a. Auswahl: Multi-Zyklus Erfahrung, Zugang zu einer attraktiven Pipeline, Skaleneffekte, etc.
 - b. Zugang und Kapazitätsmanagement
- Diversifikation:
 - a. Manager: Anzahl unterliegender Fonds innerhalb des Portfolios
 - b. Region: Europa vs. Nordamerika vs. Global
 - c. Deals: Anzahl und Streuung der zugrunde liegenden Deals
 - d. Zeit: Streuung nach Jahrgang ("Vintage")
- Währung: Absicherung: Oft mit regionaler Allokation verbunden
- Markt: Chancen und Aussichten

Selbst bei Private-Debt-Programmen mit geringerem Risiko können die Auswirkungen von Zahlungsausfällen angesichts der konzentrierten Portfolios (oft 15-30 zugrunde liegende Deals) erheblich sein. Die Streuung des Engagements auf einzelne Kredite ist die wichtigste Methode zur Kontrolle des asymmetrischen Renditeprofils einzelner Deals. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Kredite nur eine begrenzte Wertsteigerung aufweisen, aber das potenzielle Risiko einer vollständigen Abschreibung.

Alpinum legt beim Aufbau einer Private-Debt-Allokation auch grossen Wert auf Cashflow- und Commitment-Planung. Dies ermöglicht eine strukturierte Diversifikation über mehrere Jahre (unter Berücksichtigung der erwarteten Kapitalabrufe und Ausschüttungen), bessere Zuteilungsmöglichkeiten an hochqualifizierte Manager und eine Ausrichtung des Portfolios auf attraktive Märkte. Ein regelmässiges Commitment in Private Debt ermöglicht es den Anlegern auch, eine konsistente Zielallokation für diese Anlageklasse beizubehalten. Es hilft auch, einzelne enttäuschende Jahre mit geringer Deals-Aktivität, knappen Preisen oder einer erhöhten Anzahl von Zahlungsausfällen zu überwinden; Faktoren, die die Rendite beeinflussen, aber nur im Nachhinein gemessen werden können. Im Gegensatz zum traditionellen Cash-Management-Ansatz (Kapitalabrufe und Anlaufphase) setzt das Cash-Management-Programm von Alpinum auf Investitionen vom ersten Tag an in liquide Kreditmöglichkeiten. Die Kapitalabrufe der zugrunde liegenden Manager werden vollständig von Alpinum verwaltet. Somit profitieren die Anleger von Renditen ab dem ersten Tag. Ein weiterer Vorteil des Cash-Management-Programms von Alpinum besteht darin, dass die Anleger selbst entscheiden können, ob sie neue Investitionen aufheben oder anpassen wollen.

2.2 Risikomanagement

Risikomanagement und Risikominderung sind eine Funktion der Portfoliokonstruktion und müssen in einem frühen Stadium berücksichtigt werden.

Alpinum verfolgt bei der direkten Kreditvergabe einen konservativen Ansatz, der das Risikoprofil des Anlegers mit den zugrunde liegenden Investitionen in Einklang bringt. Im Einzelnen stützt sich Alpinum auf die folgenden Eckpfeiler für ein gründliches Risikomanagement und eine proaktive Risikominderung:

- Erfahrung/Fachwissen: Fokus auf etablierte Manager mit umfassender Erfahrung über den gesamten Zyklus hinweg und starken Workout-Fähigkeiten.

- Vorrangigkeit: Priorisierung des vorrangigen Teils der Kapitalstruktur.
- Leverage: Sorgfältiger Einsatz von Fremdkapital mit Schwerpunkt auf vorrangigen Darlehen.
- Zyklizität: Augenmerk auf nicht-zyklische Sektoren mit stabilen Cashflows.
- Sponsors: Bevorzugung von Sponsor-Deals mit niedrigen LTVs von <50%.
- Covenants: Anwendung strenger Schutzklauseln ("Covenants"), die dem Manager die Möglichkeit geben, die Kredite mit den Sponsoren im Falle einer Verletzung der Klauseln neu zu verhandeln.

Die Streuung der Ergebnisse zwischen Managern aus dem obersten und dem untersten Quartil des Private-Debt-Universums kann sehr gross sein. Dies kann auf unterschiedliche Risiko-/Ertragsprofile, aber auch auf die Qualität der Manager (Deal Sourcing und Kreditanalysefähigkeiten) zurückzuführen sein. Daher ist eine umfassende Due-Diligence-Prüfung der Manager der Schlüssel zum Verständnis des tatsächlichen Strategieprofils und der Qualität des Managers. In jedem Fall sollte die Diversifikation nach Anzahl der Manager/Strategien ein Grundprinzip beim Aufbau eines jeden Private-Debt-Programms sein.

2.3 Alpinum Multi-Manager-Lösungen

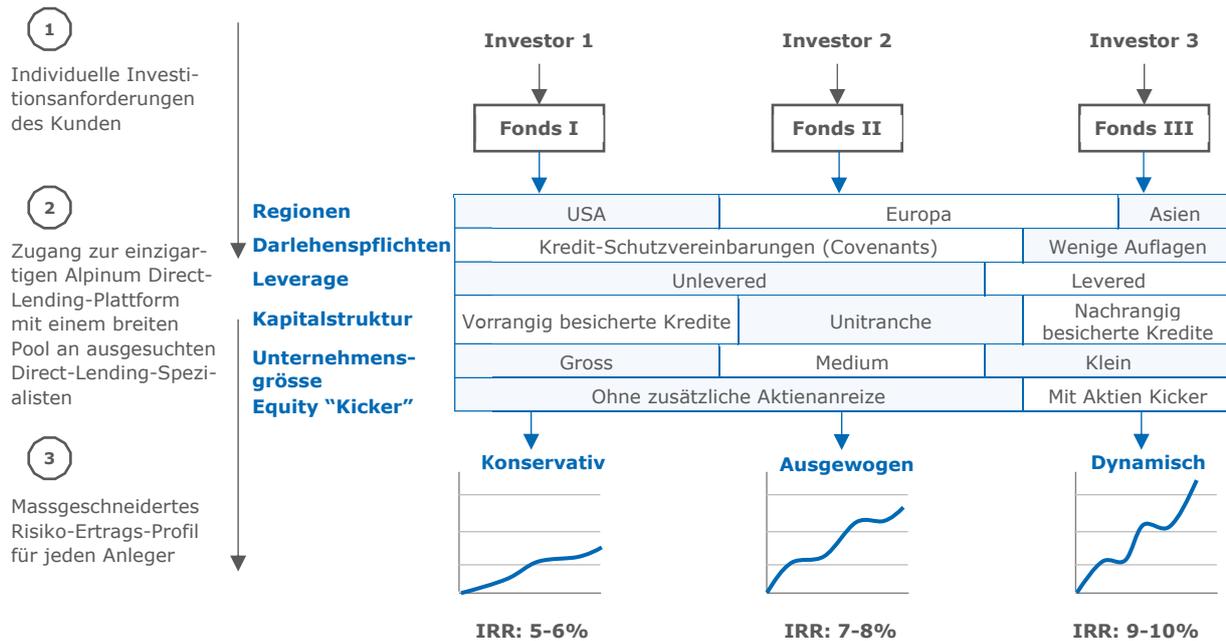
Multi-Manager-Lösungen bieten den effektivsten Zugang für Anleger mit begrenzten Investitionsressourcen in Private Debt, die eine Diversifikation über Manager, Strategien, Regionen und Jahrgänge ("Vintage") hinweg anstreben und gleichzeitig von einem aktiven und opportunistischen Ansatz beim Portfolioaufbau profitieren möchten.

Bei der Allokation in Private Debt ist es wichtig, ein Allwetterportfolio zu verwenden, um Renditen aus einer vielfältigen Mischung von Teilstrategien zu erzielen, die das gesamte Spektrum abdecken und die Asset Allokation über einen Kreditzyklus hinweg nutzen. Neben der Portfoliokonstruktion und dem Risikomanagement ist das Verständnis des Anlageprozesses, der Ideengenerierung und des Due-Diligence-Ansatzes bei der Übernahme von Kreditrisiken von grundlegender Bedeutung für die Auswahl der Manager. Folglich sind die Anleger mit einem hohen Mass an Komplexität konfrontiert, wenn sie den Zugang zu den Märkten für Private Debt in Erwägung ziehen. Eine Komplexität, die nur wenige Anleger aufgrund der erheblichen Investitionsressourcen, des Fachwissens und der damit verbundenen Prozesse bewältigen können. Die Frage, ob der Anleger diese Komplexität intern bewältigen oder sich auf einen erfahrenen und erfolgreichen externen Multi-Manager verlassen soll, der sich über verschiedene Zyklen hinweg bewährt hat, ist daher leicht zu beantworten.

2.4 Massgeschneiderte Lösungen

Wenn Investoren in Private Debt einsteigen, müssen sie ihre Anlageziele und -beschränkungen sowie eine Vielzahl von Herausforderungen bei der Umsetzung sorgfältig berücksichtigen. Infolgedessen kann die Abstimmung von Anlagezielen und -beschränkungen unter den Anlegern eine grössere Herausforderung darstellen als auf traditionellen Märkten. Wie in den vorangegangenen Abschnitten erörtert, können die Präferenzen der Anleger in Bezug auf Anlagemerkmale wie Diversifikation, Liquidität, Cash-Management, Commitment-Strategie, vordefinierte Leistungsziele und Ausstiegsoptionen erheblich voneinander abweichen. Dies erschwert die Allokation von Anlegern zu Investitionsfonds im Bereich Private Debt, während massgeschneiderte Mandate eine effektivere Lösung darstellen können. Der massgeschneiderte Mandatsansatz von Alpinum erleichtert es den Anlegern, die oben genannten Merkmale von Private-Debt-Programmen zu definieren, während sie gleichzeitig von einem effizienten Cash-Management und einem diversifizierten Portfolio von etablierten Private-Debt-Spezialisten profitieren können.

Abbildung 3: Massgeschneiderte Lösungen für Private-Debt-Kunden von Alpinum



Quelle: Alpinum IM

3 Herausforderungen im kommenden Ausfallzyklus 2023-2024

Die Kreditmärkte stehen vor einer der schwierigsten Zeiten für Investitionen seit Jahrzehnten. Die anhaltende Inflation und die höheren Zinssätze haben die Unternehmen, deren Ertragsaussichten und Kreditwürdigkeit vor erhebliche Herausforderungen gestellt. Dies wird letztlich zu einem Anstieg der Ausfallraten bei Unternehmen in den kommenden Jahren führen. In diesem Kapitel geben wir einen spezifischen Überblick darüber, wie sich diese Herausforderungen auf Private-Debt-Portfolios auswirken könnten.

3.1 Auswirkung der steigenden Zinsen auf den Zinsdeckungsgrad

Angesichts höherer Zinsen und sich ausweitender Credit Spreads sind die Kapitalkosten für Unternehmen massiv gestiegen, was die Cashflow-Generierung der Emittenten stark belastet und auch die Unternehmensbewertungen drückt, so dass die Refinanzierungsmöglichkeiten insgesamt erschwert werden.

Die kreditnehmenden Unternehmen sind also nicht nur mit steigenden Finanzierungskosten konfrontiert, sondern es schrumpfen gleichzeitig auch die Gewinnmargen bzw. die Rentabilität. Die folgende Grafik gibt einen Überblick darüber, wie sich die Finanzierungskosten für ein Unternehmen am Beispiel eines variabel verzinsten Kredites entsprechend erhöhen. Die Grafik verdeutlicht, dass sich der Zinsdeckungsgrad, oder "Interest Coverage Ratio" ("ICR"), bei steigenden Zinsen deutlich verschlechtert, wodurch sich das Risiko erhöht, dass ein Unternehmen die Zinsen nicht mehr zahlen kann und schliesslich mit einem möglichen Zahlungsausfall konfrontiert wird. Gleichzeitig profitiert der Kreditgeber (Anleger) von einem wesentlich höheren Zinsertrag. In diesem Beispiel erreicht die durchschnittliche implizite Rendite etwa 11%, was aus der Sicht eines Anlegers eine enorme Steigerung darstellt. Gleichzeitig bedeutet dies aber auch eine hohe Belastung für das kreditnehmende Unternehmen. In diesem Beispiel ist der Zinsdeckungsgrad von etwa 1,6x noch akzeptabel, aber die Unternehmen sind gezwungen, aktive Massnahmen durchzuführen oder zu planen (z.B. Kostensenkung, Verschiebung geplanter Ausgaben in die Zukunft, Aufnahme von Eigenkapital zur Verringerung der Schuldenlast, etc.), um die Schulden auch zukünftig bedienen zu können.

Abbildung 4: Auswirkungen steigender Zinssätze auf den Zinsdeckungsgrad

Stresstest auf Zinsdeckungsgrad (ICR)	Aktueller Wert	Basiswert +100 bps	Basiswert +200 bps	Basiswert +300 bps	Basiswert +400 bps
Basiszins	2.12%	3.12%	4.12%	5.12%	6.12%
Spread (bps)	450	450	450	450	450
Ertragsrendite (Basiszins + Spread)	6.62%	7.62%	8.62%	9.62%	10.62%
Leverage (Debt / Equity)	110%	110%	110%	110%	110%
ICR mit EBITDA unverändert	2.7x	2.3x	2.1x	1.9x	1.7x
ICR mit EBITDA -5%	2.6x	2.2x	2x	1.8x	1.6x
ICR mit EBITDA -10%	2.4x	2.1x	1.9x	1.7x	1.5x
ICR mit EBITDA -15%	2.3x	2x	1.8x	1.6x	1.4x
ICR mit EBITDA -20%	2.2x	1.9x	1.7x	1.5x	1.3x

Quelle: Alpinum IM

Der Zinsdeckungsgrad misst die Fähigkeit des Kreditnehmers, die externen Finanzierungskosten zu decken. Er wird berechnet, indem das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) oder in einigen Fällen das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) durch den Gesamtbetrag der Zinsaufwendungen für alle ausstehenden Schulden des Unternehmens geteilt wird. Zu den Schulden eines Unternehmens können Kreditlinien, Darlehen und Anleihen gehören.

Beispiel: Beträgt der Gewinn eines Unternehmens vor Zinsen und Steuern USD 50'000 und der gesamte Zinszahlungsbedarf USD 25'000, so beträgt der Zinsdeckungsgrad des Unternehmens zwei (50'000 / 25'000). Je höher der Deckungsgrad ist, desto sicherer ist das Unternehmen.

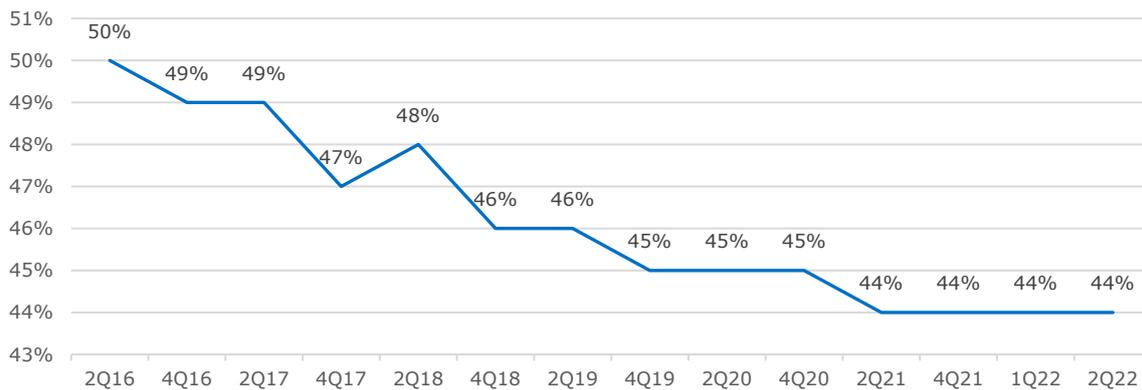
Für einen Private-Debt-Manager ist es im Rahmen des Diligence- und Underwriting-Prozesses unerlässlich, die Generierung von freiem Cashflow des Portfoliounternehmens und seine Fähigkeit zur Deckung der Zinszahlungen trotz Marktveränderungen oder anderer betrieblicher Schocks und wirtschaftlicher Abschwünge detailliert zu bewerten. Die Durchführung regelmässiger und laufender Stresstests ist ein Muss.

In den Portfolios der ausgewählten Manager hat Alpinum im aktuellen Umfeld steigender Zinsen einen Rückgang der Deckungsquoten festgestellt. Der gewichtete durchschnittliche Zinsdeckungsgrad liegt jedoch weiterhin zwischen 2x und 3x, was auf ein ausreichendes Polster hindeutet. Ein von Alpinum ausgewählter Manager meldet sogar nur einen sehr geringen Rückgang der Zinsdeckungsquoten, da er von seinen Kreditnehmern ausdrücklich verlangt, dass sie sich für den Grossteil ihrer Schulden gegen Zinsänderungen absichern.

3.2 Eigenkapitaldeckung: Niedrige Beleihungsquote als Stabilitätsanker

Es gibt eine Reihe von Massnahmen, die bei der Einrichtung eines Kredits zu berücksichtigen und anschliessend während der Laufzeit des Kredits zu überwachen sind. Unter anderem ist ein hohes Eigenkapitalpolster von entscheidender Bedeutung. Dies gilt insbesondere im aktuellen Umfeld, in dem die Finanzierungskosten in die Höhe geschossen sind und die Schuldenlast zu einer echten Belastung für die Unternehmen wird. Daher ist es nicht verwunderlich, dass die aktuellen Neuabschlüsse im Durchschnitt ein höheres Eigenkapitalpolster (d.h. niedrigere LTVs) aufweisen, da dies dem Kreditgeber mehr Sicherheit bietet und gleichzeitig die Fremdkapitalkosten für den Kreditnehmer senkt.

Abbildung 5: Historische Entwicklung der LTVs am Beispiel eines US-Privatkreditgeber



Quelle: Alpinum IM, Daten bis 30. Juni 2022

Wie die obige Abbildung zeigt, kann mit einem disziplinierten Ansatz die Sicherheitsmarge in schwierigen Zeiten beibehalten oder sogar erhöht werden. Die neu vergebenen Darlehen weisen im Durchschnitt höhere Eigenkapitalquoten auf, und die LTVs liegen im Bereich von 40-45%, gegenüber 45-50% in der Vergangenheit.

3.3 Bedeutung und Einsatz von Covenants

Eine weitere bedeutende Grundlage zur Vermeidung künftiger Verluste sind "Covenants" und die Positionierung des Kredits innerhalb der Kapitalstruktur.

Ein "Covenant" ist ein Versprechen, das ein Kreditnehmer einem Kreditgeber als Teil eines Geschäftskreditvertrags gibt. Bei der Vergabe eines Kredits verlangt ein Kreditgeber oft, dass der Kreditnehmer bestimmte Bedingungen erfüllt, die über die einfache Rückzahlung des Geldes hinausgehen.

Bei der Betrachtung von Kreditauflagen als Risikominderungsinstrument ist zu bedenken, dass solvente Unternehmen in erster Linie ihren Aktionären verpflichtet sind, während ihre Verpflichtungen gegenüber Gläubigern rein vertraglicher Natur sind. Covenants tragen daher dazu bei, die Interessen von Management, Aktionären und Gläubigern in Einklang zu bringen. Gleichzeitig gilt zu beachten, dass die Portfoliomanager sehr eng mit den Sponsoren zusammenarbeiten und dass ein robustes Covenant-Schutzsystem die Grundlage für eine starke Partnerschaft bildet.

Aus der Perspektive des Risikomanagements hilft ein solider Rahmen für Covenants bei der Kontrolle, um das investierte Kapital zu erhalten und den Kreditgeber zu schützen:

- Gesamt- und Neuverschuldung (z.B. "Leverage Maintenance Covenants")
- Pfandrechtsstruktur (z.B. Beschränkungen von Pfandrechten)
- Verlagerung von Werten aus einem Unternehmen (z.B. eingeschränkte Zahlungen, Beschränkungen für Investitionen)
- Veräußerung des Unternehmens (z.B. Änderung der Kontrolle, Verkauf von Vermögenswerten)

Obwohl es keine Standardklausel gibt, die in jedem Unternehmenskredit zu finden ist, werden zwei gängige Klauseln verwendet: "keep-well-clauses" und "hard financial measures".

"Keep-well-clauses" beschreiben, was ein Unternehmen während der Laufzeit des Kredits tun oder nicht tun darf. So kann beispielsweise verlangt werden, dass es das gleiche Managementteam beibehält und sich verpflichtet, während der Laufzeit des Kredits keinen Teil des Unternehmens zu verkaufen oder zusätzliche Schulden aufzunehmen.

"Hard financial measures" sind finanzielle Auflagen, die das Unternehmen während der gesamten Laufzeit des Kredits einhalten muss. Diese könnten vorsehen, dass es ein bestimmtes Verhältnis zwischen Schulden und Eigenkapital einhalten muss (z.B. Verschuldungsgrad von maximal 2:1).

Eine Unterteilung der Covenants für finanzielle Massnahmen ist die Unterscheidung zwischen "Maintenance Covenants" und "Incurrence Covenants".

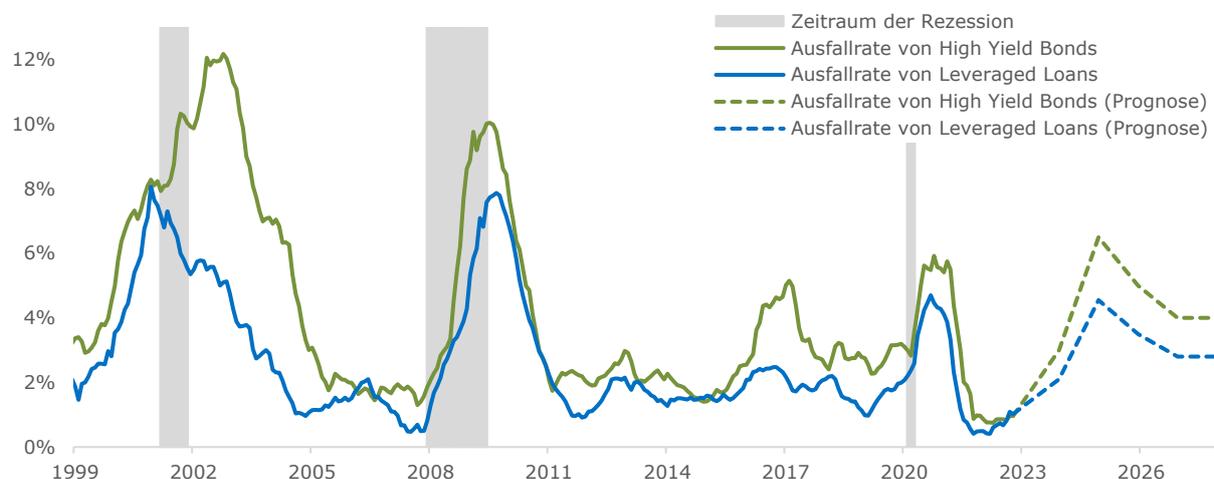
Obwohl die Berechnung der Maintenance Covenants einfach ist, erfordern sie ein tiefes Verständnis des Kreditnehmers und Disziplin bei der Auswahl der Investitionen durch den Manager. So kann beispielsweise die Definition des EBITDA stark variieren und ist in den letzten Jahren sehr flexibel geworden. Die Erfahrung von Alpinum zeigt, dass die besten Portfoliomanager dem Prozess einen Mehrwert verleihen und das investierte Kapital schützen, indem sie aktiv mit den Eigenkapitalgebern zusammenarbeiten, um potenzielle Probleme sehr früh zu erkennen und zu lösen, bevor es zu tatsächlichen Verstössen gegen die Auflagen kommt.

Incurrence-Covenants werden nur dann auf Pro-forma-Basis geprüft, wenn ein bestimmtes Ereignis eintritt (Aufnahme von mehr Schulden, Zahlung einer Dividende, usw.). Beispielsweise werden Schuldenquoten pro-forma von Dividendenzahlungen (Verringerung des Eigenkapitals) getestet. Das Verständnis der Manager für die Pro-forma-Annahmen ist entscheidend für die Beurteilung der ausgewiesenen Verschuldungsquoten und der damit verbundenen Ereignisrisiken.

3.4 Ansteigende Ausfallraten

Da sich die Wirtschaft derzeit stark abkühlt, werden die Insolvenzen im Jahr 2023 auf beiden Seiten des Atlantiks stark ansteigen, wobei Europa mit einer noch stärkeren Verlangsamung seiner Wirtschaftstätigkeit konfrontiert ist. Infolgedessen haben die Rating-Agenturen bereits damit begonnen, ihre Erwartungen für die Ausfallraten von Unternehmen zu erhöhen. Die nachstehende Grafik zeigt die historischen Ausfallraten seit 1999. Sie gibt einen Überblick über die Märkte für hochverzinsliche Anleihen und Leveraged Loans in den Vereinigten Staaten. Viele Rating-Agenturen gehen davon aus, dass die Ausfälle im Jahr 2023 mit 6,0% bis 6,5% für hochverzinsliche Anleihen und knapp unter 5,0% für Leveraged Loans ihren Höhepunkt erreichen werden.

Abbildung 6: Unternehmensausfallraten in den USA (Vergangenheit und Prognose)



Quelle: Alpinum IM

Wie die obige Abbildung veranschaulicht, ist im Zeitraum 2023-2024 mit einem starken Anstieg der Ausfälle zu rechnen, der jedoch nicht an das Niveau der Finanzkrise 2008-2009 heranreichen wird. Im Vergleich zum kurzzeitigen starken Anstieg der Ausfälle während der Pandemieperiode erwarten wir in diesem Ausfallzyklus eine länger anhaltende Periode erhöhter Ausfallraten, da es viel Zeit brauchen wird, die grassierende Inflation wieder unter Kontrolle zu bringen.

3.5 Erwartete rückläufige Recovery Rates

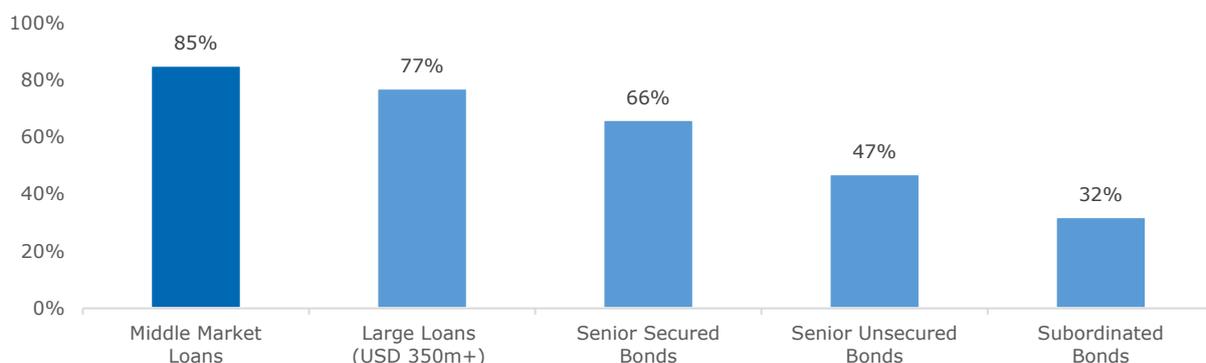
Die Verlustrate einer bestimmten Anleihe oder eines Kredits wird auf der Grundlage der Kombination aus der jeweiligen Ausfallquote und der Recovery Rate berechnet. Beträgt die Ausfallquote eines

Anleihenportfolios beispielsweise durchschnittlich 6% und die Recovery Rate 67%, erleidet ein Anleger einen Verlust von -2,0%, nämlich $[6\% \times (1 - 0,67)]$. Im Durchschnitt sind die Ausfallraten von Hochzinsanleihen höher als die von privaten Krediten, und die Recovery Rates sind bei privaten Krediten höher als bei Hochzinsanleihen. Dies bedeutet, dass eine Investition in privaten Krediten im Allgemeinen weniger riskant ist als eine Investition in hochverzinsliche Anleihen.

Seit der grossen Finanzkrise von 2008 ist ein Trend zu einem stärkeren Anteil an Covenant-Lite-Deals auf dem Markt für syndizierte Kredite, oder auch "broadly syndicated loans" ("BSL"), festzustellen. Heutzutage haben fast 90% der syndizierten Kredite minimale Covenant-Schutzklauseln ("Covenant Lite"). Im Gegensatz dazu kommen Covenant-Lite-Deals bei privaten Krediten nur selten vor und machen normalerweise weniger als 5% eines gesamten Private-Debt-Portfolios aus.

Bei diesen so genannten "Covenant-Lite-Darlehen" handelt es sich in der Regel um Darlehen, die dem Emittenten durch die begrenzte Verwendung von "Maintenance Covenants" ein Höchstmass an Flexibilität, dem Kreditnehmer jedoch weniger Schutz bieten. Alpinum geht davon aus, dass die Aushöhlung der Kreditvergabestandards und das starke Wachstum des Kreditmarktes im vergangenen Jahrzehnt in den kommenden Jahren zu niedrigeren Recovery Rates führen werden. Gleichzeitig dürften die Ausfallquoten bei BSLs im Vergleich zu früheren Zyklen jedoch niedriger sein, da das Fehlen eines starken Schutzes durch Covenants die Hürde für ein Unternehmen erhöht, auch nur eine dieser Covenants zu verletzen.

Abbildung 7: Durchschnittliche Recovery Rates



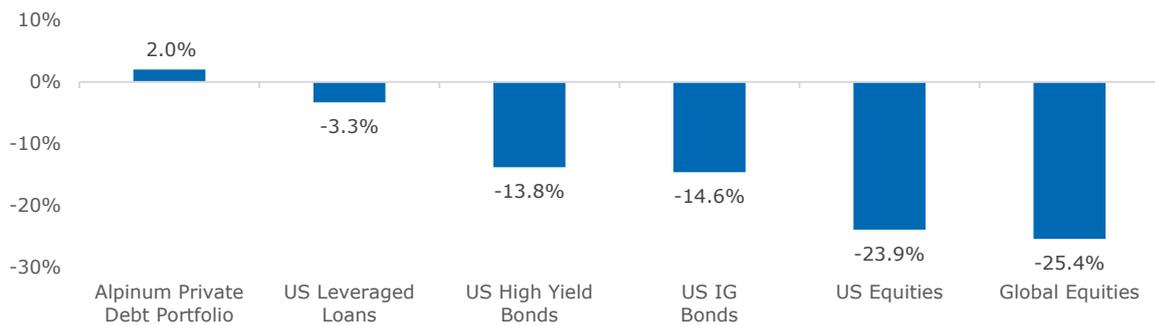
Quelle: Alpinum IM

Besicherte private Darlehen erzielen höhere Recovery Rates. In der Tat, es besteht ein grosser Unterschied zwischen dem BSL-Markt und privat ausgehandelten Mittelstandskrediten, da letztere im Durchschnitt durch "Covenant-Schutzregeln" und niedrigere LTVs einen viel höheren Schutz genießen. Dies hat dazu geführt, dass die Verwertungsquoten für private Mittelstandskredite wesentlich höher sind, wie die obige Abbildung zeigt.

3.6 Private-Debt-Performance

Wir verlagern nun unseren Schwerpunkt von der Risikominimierung auf die Erzielung von Performance. Die folgende Grafik zeigt die Jahresperformance verschiedener Anlageklassen im Jahr 2022 im Vergleich zur Anlageklasse Private Debt, die anhand unserer Portfolios als effektives Beispiel dargestellt wird. Diese widerspiegeln wiederum breit diversifizierte Private-Debt-Portfolios. Die Portfolios erzielten positive Renditen im niedrigen einstelligen Bereich, während die meisten Anleihen- und Aktienmärkte grosse Verluste erlitten. In unserem gesamten Private-Debt-Anlageuniversum erzielten die Manager in der Regel eine Rendite von 1-5% im Jahresverlauf (in USD). Im Durchschnitt haben sich die privaten KMU-Darlehen also im Vergleich zum liquiden öffentlichen Markt sehr gut entwickelt.

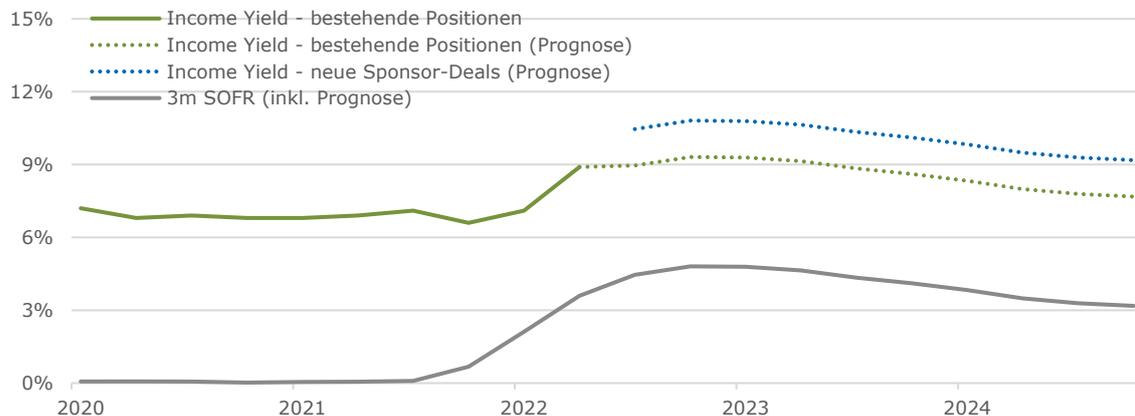
Abbildung 8: Rendite von Private-Debt-Portfolios YTD 2022 im Vergleich zum Markt (in USD)



Quelle: Alpinum IM, Daten bis 30. September 2022

Zur Veranschaulichung des deutlichen Zinsanstiegs in den letzten Monaten (siehe Abbildung 9) betrachten wir die durchschnittliche Anlagerendite eines bestimmten US-Middle-Market-Portfolios, das in den Jahren 2020-2021 eine Rendite von knapp 7% p.a. erzielte, jetzt aber auf 9% gestiegen ist. Aufgrund der erwarteten Zinserhöhungen bis Ende des Jahres wird die Rendite auf knapp 11% steigen.

Abbildung 9: Historische Rendite sowie Ausblick am Beispiel eines US-Middle-Market-Portfolios



Quelle: Alpinum IM

Somit sind die Renditeaussichten von rund 10% p.a. für dieses oder ähnliche Private-Debt-Portfolios trotz steigender Ausfallraten äusserst attraktiv, da die höheren Zinserträge die zu erwartenden höheren Portfolioverluste mehr als ausgleichen dürften. Zusätzliches Ertragspotenzial ergibt sich aus der schrittweisen Reinvestition zurückgezahlter Altdarlehen (mit historisch niedrigeren Spreads über den Basiszinssätzen) in neue Sponsor-Deals, die neben den höheren Basiszinssätzen auch die auf den aktuellen Märkten beobachteten, grösseren Credit Spreads widerspiegeln.

4 Zusammenfassung

Die Verwaltung eines erfolgreichen Private-Debt-Portfolios erfordert den Zugang zu einem breiten Anlageuniversum und fundiertes Fachwissen sowohl bei der Auswahl der Manager als auch bei der Portfoliokonstruktion. Darüber hinaus ist eine proaktive und kontinuierliche Überwachung des Portfolios und der Sub-Manager erforderlich. Das derzeitige schwierige Kreditmarktumfeld wird zudem für jedes Portfolio eine erhebliche Belastungsprobe darstellen. Qualitativ hochwertige Portfolios, die von Managern verwaltet werden, die dem "Underwriting-Prozess" einen hohen Stellenwert einräumen und stets einen defensiven Kreditvergabeansatz verfolgen, werden sich besser entwickeln. Darüber hinaus sind die Renditeaussichten sehr attraktiv, da die erwarteten Verlustraten für ein qualitativ hochwertiges Portfolio minimal sein werden (<1% p.a.), während die Renditeniveaus aufgrund höherer Zinssätze und ausgeweiteter Credit Spreads bis zum Jahresende auf über 10% p.a. (in USD) ansteigen werden.

5 Glossar

Ausfall/Ausfallrate

Ein Ereignis (engl. Default bzw. Default Rates), bei dem ein Kreditnehmer definierte Vertragsbedingungen nicht einhalten kann. Grundsätzlich kann dies nicht getätigte Zins- oder Kapitalrückzahlungen, die Vorenthaltung bestimmter Informationen (z.B. Finanzkennzahlen) oder verstrichene Zahlungstermine beinhalten.

Breit-syndizierte Kredite / BSLs

Als "broadly syndicated loans" definiert man solche, welche Kredite mit einem Volumen von mehr als USD 200 Mio., basierend auf dem S&P LSTA Leveraged Loan Index, aufweisen; siehe "Senior Secured Loans".

Covenants

Ist ein Sammelbegriff für zusätzliche Vertragsklauseln oder Nebenabreden in Kredit- und Darlehensverträgen mit Unternehmen, oft in der Form von Finanzkennzahlen, welche dazu dienen, die finanzielle Situation eines Unternehmens besser einschätzen zu können.

EBITDA Marge

EBITDA ist eine Unternehmenskennzahl. Sie steht für **Earnings Before Interest, Tax, Depreciation & Amortization**. EBITDA gibt Auskunft, ob eine Firma mit ihren operativen Tätigkeiten die anfallenden Kosten decken kann. Diese Kennzahl ermöglicht, verschiedene Unternehmen trotz unterschiedlicher Finanzstrukturen zu vergleichen.

First Lien

Anlagen in vorrangig besicherten Instrumenten, welche im Falle einer Insolvenz bevorzugt behandelt werden.

GFC

Great Financial Crisis; die grosse Finanzkrise 2008/09.

Hochverzinsliche Anleihen

High Yield Bonds sind Unternehmensanleihen, die von Firmen mit einem tieferen Bonitätsrating (BB+ oder tiefer) ausgegeben wurden. Durch ihr höheres Ausfallrisiko sind es keine Anleihen mit sogen. Anlagequalität (Investment-Grade). Um das zusätzliche Risiko zu kompensieren, bieten hochverzinsliche Anleihen viel höhere Renditen als Anleihen mit einem höheren Rating.

Kapital-Abruf (Capital Call)

Wird bei Privat-Debt-Anlagen für Investitionen und zur Zahlung der Verwaltungsgebühren sowie anderweitiger Kosten abgerufen.

Kreditaufschlag (Credit Spreads)

Der Kreditaufschlag oder Bonitätsaufschlag (auch Renditedifferenz oder Renditespanne) ist die Differenz zwischen zwei Zinssätzen, nämlich einem risikobehafteten und einem risikofreien Referenzzinssatz gleicher Laufzeit.

Leveraged Loans

Hier handelt es sich um handelbare, verbrieftete Unternehmensdarlehen, die von Banken oder anderen Finanzinstituten an Firmen vergeben werden, die diese häufig zur Refinanzierung ihrer Schulden, zur Finanzierung von Fusionen und Übernahmen oder zur Finanzierung von Projekten verwenden. Die Unternehmen, die diese Kredite erhalten, haben in der Regel ein Kreditrating, das unter Investment Grade liegt.

Maintenance Covenants

Siehe auch Covenants. Dieser Ausdruck bezieht sich in der Regel auf Finanzkennzahlen, die regelmäßig überprüft werden; im Gegensatz zu Incurrence Covenants, deren Einhaltung nur dann überprüft wird, wenn der Kreditnehmer eine bestimmte Massnahme ergreifen will.

Mittelstandskredite / Middle Market Loans

Mittelstandskredite werden definiert als Kredite mit einem Volumen von USD 200 Mio. oder weniger, basierend auf dem S&P LSTA Leveraged Loan Index.

Nachrangige Darlehen

Sind Kredite, welche in Bezug auf Ansprüche auf die Vermögenswerte, z.B. bei einem Ausfall, im Rang hinter anderen Darlehen stehen.

Recovery Rate

Die Recovery Rate bezeichnet die Erlösquote oder Verwertungs-/Rückgewinnungsrate aus der Konkursmasse, welche trotz Zahlungsunfähigkeit des Schuldners noch an die Gläubiger zurückgezahlt werden kann. In der Regel kann trotz Ausfall ein bestimmter Teil des Kredits oder der Anleihe gesichert werden (Recovery Rate).

Second Lien

Wird zu einem bereits bestehenden Kredit ein weiteres Darlehen gesprochen, nennt man dies Second Lien Kredit.

Senior Secured Loans (SSLs)

Werden Kredite von privat arrangierten, institutionellen Kreditgebern oder einem Konsortium von Banken an ein Unternehmen gewährt, so nennt man dies Senior Secured Loans, also vorrangig besicherte Kredite.

Underwriting Process

Underwriting ist der Prozess, bei dem eine Person oder Institution gegen eine Gebühr ein finanzielles Risiko übernimmt. Bei diesem Risiko handelt es sich in der Regel um Kredite, Versicherungen oder Investitionen. Das Underwriting trägt dazu bei, faire Kreditzinsen und angemessene Prämien festzulegen und einen Markt für Wertpapiere zu schaffen, indem es das Anlagerisiko genau bewertet.

Zinsdeckungsgrad

Diese Kennzahl, in Englisch "Interest Coverage Ratio", gibt Auskunft, wie gut ein Unternehmen in der Lage ist, seine Zinsen zu bedienen bzw. die Häufigkeit, mit der eine Firma ihre laufenden Zinszahlungen mit dem erwirtschafteten operativen Gewinn (EBIT) decken kann.

6 Kontakte

Alpinum Investment Management AG
Talstrasse 82
CH-8001 Zurich
Tel: +41 43 888 79 40
Fax: +41 43 888 79 31
alpinumim.com

Ihre Direct Lending Spezialisten:



Reto Ineichen,
CEO & CIO
Alpinum IM



Oliver Rossi,
Senior Investment
Manager
Alpinum IM



Ilario Scasascia,
Senior Investment
Manager
Alpinum IM

Signatory of:





SECA

Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
Schweizerische Vereinigung für Unternehmensfinanzierung
Association Suisse des Investisseurs en Capital et de Financement

BlackRock

Alternative Investors

Private Credit in Focus

BLACKROCK®

BlackRock Alternative Investors (BAI) serves investors seeking outperformance in real estate, infrastructure, private equity, credit, hedge funds and alternative solutions. We strive to bring investors the highest quality investments by drawing upon our global footprint, superior execution capabilities and position as a preferred partner. BAI has 50 offices globally with over 1,000 professionals that manage USD 322bn in alternative investments and commitments on behalf of clients worldwide as of 30 June 2022. BlackRock's key competitive advantages in Private Markets include our differentiated sourcing capabilities, our technology edge and our focus on sustainability.

Private credit in focus

BlackRock[®]

September 2022

A rally if you can keep it

Since our last writing, market participants witnessed the peak of a summer time rally as Q2 earnings season materialized better than forecasts. However, the fall season introduces us to a reversal of another rally in what appears to be a continuous environment of “mini-cycles”. Global investors are now debating how best to allocate. The pullback has reintroduced sufficient risk premia, but the forward return path is likely to remain challenged.

In our view, the summer time rally and subsequent retracement supports our view that macro uncertainty remains considerably large which challenges the longevity of cyclical rallies. During and emerging from the summer break, central bankers communicated through their words and actions that they remain steadfast in their institutional commitment to arrest inflation’s growth.¹ Therefore, it is premature to expect a central bank pause. As a result, we expect this to force a rethink for asset allocators. While we acknowledge rising real rates are likely to pressure the entire complex of risk assets, the risk-reward of credit over equity looks more compelling. Equities are likely to encounter additional multiple derating. We think credit harmonizes investors’ desire not only for upside risk should rate volatility subside, but also for downside protection should (as we believe) hawkish monetary policy endure. In such an environment, credit should benefit through renewed inflows, particularly with attractive positioning technicals. Year to date, global equities have received inflows of USD111bn while High Yield and Loans have encountered outflows of USD45bn and inflows of USD5bn, respectively.²

On the private credit side, unstable primary public credit markets continue to foster private credit lending opportunities. High quality credits continue to be bid, but demand for capital still suggests pricing power for lenders. Additionally, we’ve been structuring deals to receive additional compensation via upfront price discounts (OID) and exit fees (call protection).

Source: BlackRock. As of 30 September 2022. 1. See Speech on Monetary Policy and Price Stability, Jerome Powell, 26 August 2022 or ECB Monetary Policy Statement where the bank raised interest rates by 75bps. 8 September 2022. 2. EPFR, High Yield and Loans are U.S. segments, 21 September 2022



James Keenan
BlackRock Credit CIO &
Global Co-Head



Terry Simpson
Multi-Private Credit
Senior PM

Private Credit Macro Themes

Valuing the valuations reset

Quarter end marks are likely to show lower valuations leading equity sponsors to lean on private credit lenders for additional capital to prevent further dilutive equity fundraising.

Second Look Economics

The shift in the rate and macro environment is allowing us to revisit opportunities that offered unattractive economics 2-3 quarters ago as we now have greater negotiating power to command attractive deal terms.

Not all volatility created equal

Volatility is opening up opportunities across asset classes and intra credit supporting investors desire to add risk back to portfolios.

Spotlight: Health Care – Go with the evolution

The Health Care (HC) sector is often viewed as a defensive sector that delivers slow innovation. However, in today's environment, we are noticing a significant evolution within the sector, not just in the pharma & devices industry where continuous innovation is a requirement but as well as HC Services. The evolution of the sector should create new private credit lending opportunities. Additionally, as we approach a new stage in the economic cycle, the sector's defensive attribute should attract investors' interest.

What's driving the evolution? COVID-19 (C19) has had a major influence on HC services and HC pharma & devices. C19 drove significant labor challenges through personnel shortages which led to delayed surgical and medical procedures. Also, it ushered in a new era for the laboratory diagnostics sub industry. While we do not expect 2021 laboratory volumes to persist, the laboratories testing companies we follow are still reporting 60-80% of 2021 volumes. And lastly, C19 forced individuals and families to rethink how they evaluate their own HC. This theme, often titled, "consumerism", is a push for individuals to have greater ownership in the evaluation, selection and payment of HC. This is leading consumers to move away from high end hospital visits to smaller outpatient and day facilities where people can receive medical attention rather quickly. As a result, we are now seeing more hospitals and other providers shifting from a traditional "fee per service" model to a "value based" model. In this value based model, members pay a monthly fee that covers them for a multitude of services. This has actually forced managed care providers to buy HC services companies in order to control their costs.

On the pharma side, the unprecedented approval process for the C19 vaccine offered new insight for the drug development process. The vaccine's approval process was unprecedented. Typically, new drug development and approval process can take up to 10 years. While we don't expect every new drug to receive such expedited regulatory approval, what it proved to investors is the reward potential in pharma development. Interestingly, most new pharma development isn't conducted by big pharma. Most new drug development is conducted by stand alone bio-techs. When these smaller bio-techs are successful in the creation of a new drug, big pharma typically purchase these smaller developers. We expect this renewed interest to usher in a new era of pharma development and subsequently investor interest. In the bio-tech/life science space, not all companies have the same capital structure. So, this allows us to engage with public and private companies with flexible capital solutions.

The implications for private credit investors is that we can fund a traditionally defensive sector, providing non-cyclical

exposures, while at the same time sourcing and originating evolutionary HC deals. Below, we highlight recent deals to demonstrate how we are capturing evolving opportunities in the HC sector.

Industry: European Services¹

The European HC services industry is highly fragmented with many industry players. There has been a push to consolidate small firms into larger firms. We've partnered with sponsors to fund consolidation strategies in dermatology, radiology, and dental. A sponsor partner reached out as they were seeking to execute a consolidation strategy for outpatient dermatology practices. The aim is to build a group of medical care centers around a major European cities to create a multi-regional outpatient dermatology group. Some reasons we were attracted to this deal include 1) previous successful history of the sponsor conducting HC consolidation strategies, 2) attractive financial profile with the new platform having high 30% EBITDA margins, 3) expected volume growth for dermatology services and high repeat/recurring patients, and 4) resilient business model in high-inflation & supply-constrained environment.

Industry: UK Services¹

As highlighted earlier, C19 has challenged available capacity for labor and medical procedures. In the UK, we were able to identify a deal opportunity to invest in the UK's leading insourcing provider to the NHS system, providing additional capacity to resource constrained trusts. We were attracted to this deal because 1) long dated (pre covid) structural NHS demand / supply constraints drive insourcing market growth, 2) the value proposition is good for trusts (better than alternatives to increase capacity) and clinicians, and 3) C19 is accelerating adoption, and extremely long patient waiting lists underpin medium term demand. Reducing the waiting list to pre-pandemic levels is likely to take years (we estimate 5-7 years) and require the NHS to operate above historical capacity.

Industry: U.S. Pharma¹

Alternative pain management is a growing field in HC. We supported an M&A deal where a leading non-opioid pain management therapies and regenerative health solutions company sought to diversify their product line up. Our thesis was that there are strong secular trends supporting continued growth: 1) non-opioid pain management protocols for surgical and chronic management, 2) demand for long-lasting regional analgesics, particularly in outpatient surgical settings and 3) increased shift to outpatient vs inpatient procedures. The merger creates a leading non-opioid pain management platform and value creation through significant HC synergies.

BlackRock Private Credit Insights

Direct Lending (U.S.)

- Our borrowers continue to seek more efficient financing processes with higher degree of certainty and lower risk of execution. We are seeing a directional increase in borrowers, that had typically looked to the syndicated markets for credit, seeking non-fungible solutions from private credit providers. This period has enabled lenders to drive more attractive terms and negotiate tighter covenant protections.
- For August 2022, we had USD849mm deployed compared to August 2021 where we had USD507mm deployed. We continue to balance new platform opportunities with organic, upside opportunities within the portfolio.
- Our largest investment in August was a refinancing transaction for an enterprise recruiting platform. The deal team viewed the refinancing as an attractive opportunity to remain invested in a business with continued strong financial performance, favorable industry tailwinds with a competitive labor market, large & diversified customer base, and proven acquisition track record.

2022 Origination

874 deals

2022 Deployment

60 deals

USD5.3bn

Opportunistic Credit (Global)

- With growth equity valuations remaining depressed, we've seen an increase in debt-like opportunities for growth companies that have previously relied on the venture capital and/or SPAC market. As companies seek access to growth capital while avoiding meaningful equity dilution and/or down rounds, we have the ability to provide unique capital solutions gaining seniority in the capital stack with substantial equity cushion, with aim to extract outsized returns via upside convexity.
- One such opportunity we recently approved is a deal to fund new builds for a growth-equity backed retail concept with attractive unit economics, featuring a delayed draw structure that provides significant downside protection. In addition, the deal includes considerable upside potential via penny warrants.
- Additionally, we have also seen an uptick in higher-quality companies seeking capital to endure inflationary / supply chain pressures, as otherwise performing companies have faced higher than expected input costs and longer-than-historical inventory lead times, resulting in margin degradation and increased working capital cash usage.

2022 Origination

174 deals

2022 Deployment

5 deals

USD0.4bn

Direct Lending (Europe)

- Pipeline remained active during the summer break both coming from new deal opportunities but also from requests for upsized financing to support M&A consolidation strategies.
- In July, we funded two new deals, one to assist with the refinancing and growth of a leading European e-signature solutions and digital transaction management business and another one to pursue a roll-up strategy in the UK vertical CRM/business management software sector.
- We closed 5 additional deals in August. One deal financed the acquisition of a French leading medical imaging player and another to support a sponsor to refinance existing debt and invest in S&M/R&D and M&A to grow the leading European provider of digital identity proofing solutions.
- We also signed commitments for 1 additional new deal in July to support the creation of a multi-regional outpatient dermatology group around an initial regional cluster in Germany.

2022 Origination

334 deals

2022 Deployment

19 deals

USD1.5bn

Private Credit (Asia)

- The APAC private credit market is exhibiting a strong level of activity, particularly in the current climate where 1) equity capital solutions remain muted for both private and public market corporates and 2) commercial banks continue to reduce risk appetite largely in connection with the macro-economic backdrop.
- Potential borrowers are focused on access to capital, as opposed to cost of capital, in order to complete acquisitions, expand or accelerate growth. Negotiations around loan terms and pricing have given way to (1) speed of execution and (2) availability of capital.
- In Australia/New Zealand, the team is witnessing increased activity. Acquisition financing and growth capital are the core corporate uses of proposed funding, with advanced opportunities in the mining services, software services and real estate development sectors.

2022 Origination

159 deals

2022 Deployment

2 deals

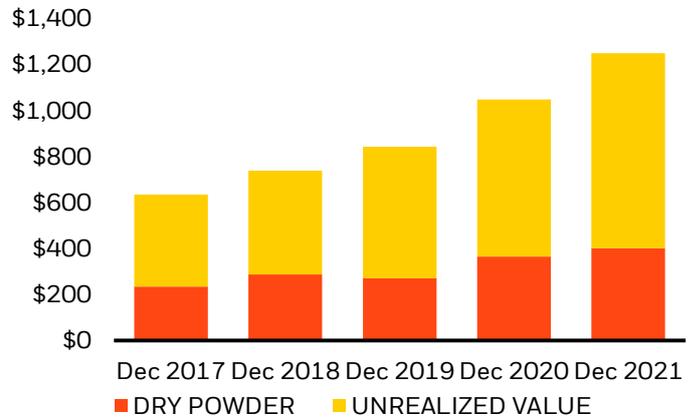
USD0.1bn

Source: BlackRock. As of 30 September 2022. 1. BlackRock Capital Markets. Origination & Deployment data and represents totals across the 4 BlackRock Private Credit platforms as of 31 August 2022. Reference to private credit deals is not intended to market any fund or solution and only serves as an indication to describe market conditions.

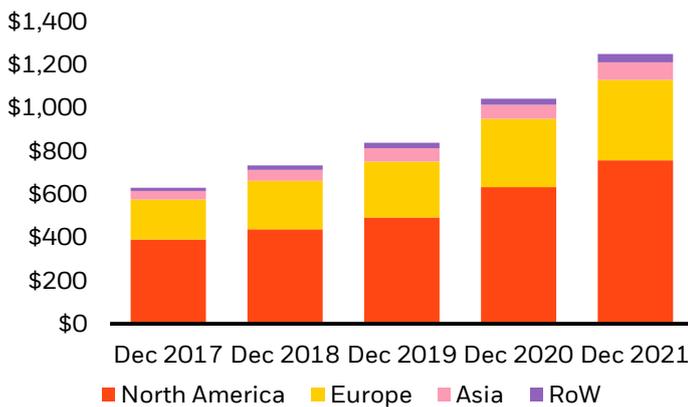
Global Private Credit Asset Class

- At the last print, the Private Credit universe reached USD1.25tn. with Direct Lending representing 43% of the universe's AUM.
- Dry Powder is 32% of AUM, below its prior 4-year average of 35%.
- Geographical breakdown remained consistent relative to prior 4-year average with North America at 60%, Europe at 30%, Asia at 7% and Rest of World (RoW) at 3%.
- 2022 fundraising started off strong, but has slowed in recent months. If this pace is sustained, fundraising will hit approximately \$201bn, representing a 6% decrease from 2021. It would still mark the second highest year in the last five years, ranking only behind 2021.

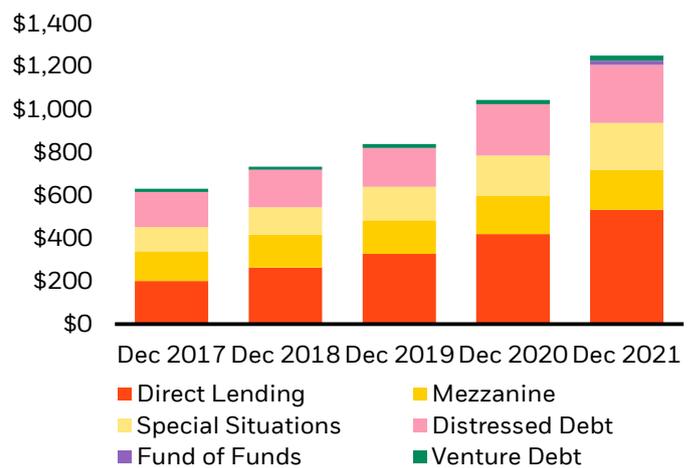
Annual AUM Breakdown¹



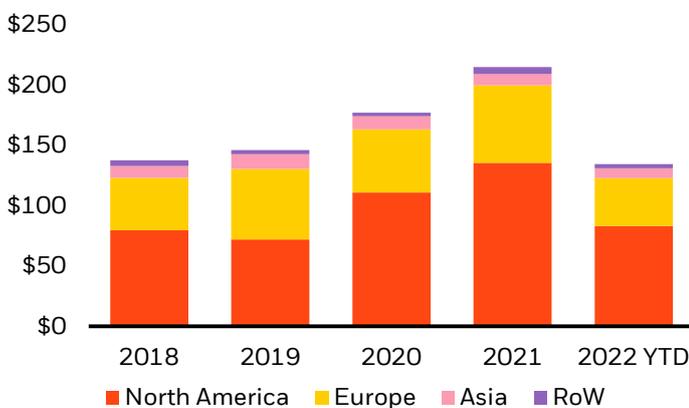
AUM by Geography¹



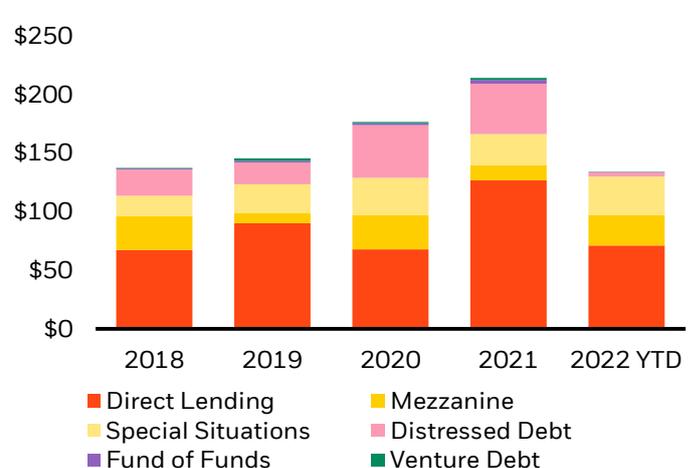
AUM by Sub-Segment¹



Fundraising by Geography²



Fundraising by Segment²



Source: Preqin, BlackRock. All amounts are in \$USD bn. 1. AUM reported figures available with a two quarter lag and are as of 31 December 2021. 2. As of 1 September 2022. The figures shown relate to past performance. **The figures shown relate to past performance. Past performance is not a reliable indicator of current or future results.**

Important notes

FOR QUALIFIED, PROFESSIONAL, INSTITUTIONAL AND WHOLESALE INVESTORS/ PROFESSIONAL CLIENTS ONLY | FOR PERMITTED CLIENTS ONLY IN CANADA. FOR EMEA: PROFESSIONAL CLIENTS AND QUALIFIED INVESTORS ONLY.

Risk Warnings:

Capital at risk. The value of investments and the income from them can fall as well as rise and are not guaranteed. You may not get back the amount originally invested.

Past performance is not a reliable indicator of current or future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy.

Changes in the rates of exchange between currencies may cause the value of investments to diminish or increase. Fluctuation may be particularly marked in the case of a higher volatility fund and the value of an investment may fall suddenly and substantially. Levels and basis of taxation may change from time to time.

IMPORTANT INFORMATION:

In the U.S.: this material is for Institutional use only – not for public distribution.

In Canada, this material is intended for Permitted Clients only.

In Latin America, for institutional investors and financial intermediaries only (not for public distribution). This material is for educational purposes only and does not constitute investment advice or an offer or solicitation to sell or a solicitation of an offer to buy any shares of any fund or security and it is your responsibility to inform yourself of, and to observe, all applicable laws and regulations of your relevant jurisdiction. If any funds are mentioned or inferred in this material, such funds may not be registered with the securities regulators of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Panama, Peru, Uruguay or any other securities regulator in any Latin American country and thus, may not be publicly offered in any such countries. The securities regulators of any country within Latin America have not confirmed the accuracy of any information contained herein. No information discussed herein can be provided to the general public in Latin America. The contents of this material are strictly confidential and must not be passed to any third party.

In Argentina, only for use with Qualified Investors under the definition as set by the Comisión Nacional de Valores (CNV).

In Brazil, this private offer does not constitute a public offer, and is not registered with the Brazilian Securities and Exchange Commission, for use only with professional investors as such term is defined by the Comissão de Valores Mobiliários.

In Chile, the sale of each fund not registered with the CMF is subject to General Rule No. 336 issued by the SVS (now the CMF). The subject matter of this sale may include securities not registered with the CMF; therefore, such securities are not subject to the supervision of the CMF. Since the securities are not registered in Chile, there is no obligation of the issuer to make publicly available information about the securities in Chile. The securities shall not be subject to public offering in Chile unless registered with the relevant registry of the CMF.

In Mexico, FOR INSTITUTIONAL AND QUALIFIED INVESTORS USE ONLY. INVESTING INVOLVES RISK, INCLUDING POSSIBLE LOSS OF PRINCIPAL. THIS MATERIAL IS PROVIDED FOR EDUCATIONAL AND INFORMATIONAL PURPOSES ONLY AND DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER OR SOLICITATION TO SELL OR A SOLICITATION OF AN OFFER TO BUY ANY SHARES OF ANY FUND OR SECURITY. This information does not consider the investment objectives, risk tolerance or the financial circumstances of any specific investor. This information does not replace the obligation of financial advisor to apply his/her best judgment in making investment decisions or investment recommendations. It is your responsibility to inform yourself of, and to observe, all applicable laws and regulations of Mexico. If any funds, securities or investment strategies are mentioned or inferred in this material, such funds, securities or strategies have not been registered with the Mexican National Banking and Securities Commission (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, the "CNBV") and thus, may not be publicly offered in Mexico. The CNBV has not confirmed the accuracy of any information contained herein. The provision of investment management and investment advisory services ("Investment Services") is a regulated activity in Mexico, subject to strict rules, and performed under the supervision of the CNBV. These materials are shared for information purposes only, do not constitute investment advice, and are being shared in the understanding that the addressee is an Institutional or Qualified investor as defined under Mexican Securities (Ley del Mercado de Valores). Each potential investor shall make its own investment decision based on their own analysis of the available information. Please note that by receiving these materials, it shall be construed as a representation by the receiver that it is an Institutional or Qualified investor as defined under Mexican law. BlackRock México Operadora. (Continued on next page).

Important notes

FOR QUALIFIED, PROFESSIONAL, INSTITUTIONAL AND WHOLESALE INVESTORS/ PROFESSIONAL CLIENTS ONLY | FOR PERMITTED CLIENTS ONLY IN CANADA. FOR EMEA: PROFESSIONAL CLIENTS AND QUALIFIED INVESTORS ONLY.

IMPORTANT INFORMATION:

In Mexico: (Continued from previous page): Sociedad Operadora de Fondos de Inversión (“BlackRock México Operadora”) is a Mexican subsidiary of BlackRock, Inc., authorized by the CNBV as a Mutual Fund Manager (Operadora de Fondos), and as such, authorized to manage Mexican mutual funds, ETFs and provide Investment Advisory Services. For more information on the Investment Services offered by BlackRock Mexico, please review our Investment Services Guide available in www.blackrock.com/mx. This material represents an assessment at a specific time and its information should not be relied upon by the you as research or investment advice regarding the funds, any security or investment strategy in particular. Reliance upon information in this material is at your sole discretion. BlackRock México is not authorized to receive deposits, carry out intermediation activities, or act as a broker dealer, or bank in Mexico. For more information on BlackRock México, please visit: www.blackRock.com/mx. BlackRock receives revenue in the form of advisory fees for our advisory services and management fees for our mutual funds, exchange traded funds and collective investment trusts. Any modification, change, distribution or inadequate use of information of this document is not responsibility of BlackRock or any of its affiliates. Pursuant to the Mexican Data Privacy Law (Ley Federal de Protección de Datos Personales en Posesión de Particulares), to register your personal data you must confirm that you have read and understood the Privacy Notice of BlackRock México Operadora. For the full disclosure, please visit www.blackRock.com/mx and accept that your personal information will be managed according with the terms and conditions set forth therein.

In Peru, this private offer does not constitute a public offer, and is not registered with the Securities Market Public Registry of the Peruvian Securities Market Commission, for use only with institutional investors as such term is defined by the Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

In Uruguay, the Securities are not and will not be registered with the Central Bank of Uruguay. The Securities are not and will not be offered publicly in or from Uruguay and are not and will not be traded on any Uruguayan stock exchange. This offer has not been and will not be announced to the public and offering materials will not be made available to the general public except in circumstances which do not constitute a public offering of securities in Uruguay, in compliance with the requirements of the Uruguayan Securities Market Law (Law N° 18.627 and Decree 322/011).

For investors in Central America, these securities have not been registered before the Securities Superintendence of the Republic of Panama, nor did the offer, sale or their trading procedures. The registration exemption has made according to numeral 3 of Article 129 of the Consolidated Text containing of the Decree-Law No. 1 of July 8, 1999 (institutional investors). Consequently, the tax treatment set forth in Articles 334 to 336 of the Unified Text containing Decree-Law No. 1 of July 8, 1999, does not apply to them. These securities are not under the supervision of the Securities Superintendence of the Republic of Panama. The information contained herein does not describe any product that is supervised or regulated by the National Banking and Insurance Commission (CNBS) in Honduras. Therefore any investment described herein is done at the investor’s own risk. This is an individual and private offer which is made in Costa Rica upon reliance on an exemption from registration before the General Superintendence of Securities (“SUGEVAL”), pursuant to articles 7 and 8 of the Regulations on the Public Offering of Securities (“Reglamento sobre Oferta Pública de Valores”). This information is confidential, and is not to be reproduced or distributed to third parties as this is NOT a public offering of securities in Costa Rica. The product being offered is not intended for the Costa Rican public or market and neither is registered or will be registered before the SUGEVAL, nor can be traded in the secondary market. If any recipient of this documentation receives this document in El Salvador, such recipient acknowledges that the same has been delivered upon his request and instructions, and on a private placement basis.

In China, this material may not be distributed to individuals resident in the People’s Republic of China (“PRC”, for such purposes, not applicable to Hong Kong, Macau and Taiwan) or entities registered in the PRC unless such parties have received all the required PRC government approvals to participate in any investment or receive any investment advisory or investment management services.

In Singapore, this document is provided by BlackRock (Singapore) Limited (company registration number:200010143N) for use only with institutional investors as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.

In Hong Kong, this material is issued by BlackRock Asset Management North Asia Limited and has not been reviewed by the Securities and Futures Commission of Hong Kong. This material is for distribution to “Professional Investors” (as defined in the Securities and Futures Ordinance (Cap.571 of the laws of Hong Kong) and any rules made under that ordinance.) and should not be relied upon by any other persons or redistributed to retail clients in Hong Kong.

Important notes

FOR QUALIFIED, PROFESSIONAL, INSTITUTIONAL AND WHOLESALE INVESTORS/ PROFESSIONAL CLIENTS ONLY | FOR PERMITTED CLIENTS ONLY IN CANADA. FOR EMEA: PROFESSIONAL CLIENTS AND QUALIFIED INVESTORS ONLY.

IMPORTANT INFORMATION:

In Australia & New Zealand, issued by BlackRock Investment Management (Australia) Limited ABN 13 006 165 975, AFSL 230 523 (BIMAL) for the exclusive use of the recipient, who warrants by receipt of this material that they are a wholesale client as defined under the Australian Corporations Act 2001 (Cth) and the New Zealand Financial Advisers Act 2008 respectively.

This material provides general information only and does not take into account your individual objectives, financial situation, needs or circumstances. Before making any investment decision, you should therefore assess whether the material is appropriate for you and obtain financial advice tailored to you having regard to your individual objectives, financial situation, needs and circumstances. This material is not a financial product recommendation or an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of any financial product in any jurisdiction.

This material is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation. BIMAL is a part of the global BlackRock Group which comprises of financial product issuers and investment managers around the world. BIMAL is the issuer of financial products and acts as an investment manager in Australia. BIMAL does not offer financial products to persons in New Zealand who are retail investors (as that term is defined in the Financial Markets Conduct Act 2013 (FMCA)). This material does not constitute or relate to such an offer. To the extent that this material does constitute or relate to such an offer of financial products, the offer is only made to, and capable of acceptance by, persons in New Zealand who are wholesale investors (as that term is defined in the FMCA).

BIMAL, its officers, employees and agents believe that the information in this material and the sources on which it is based (which may be sourced from third parties) are correct as at the date of publication. While every care has been taken in the preparation of this material, no warranty of accuracy or reliability is given and no responsibility for the information is accepted by BIMAL, its officers, employees or agents. Except where contrary to law, BIMAL excludes all liability for this information.

In South Korea, this information is issued by BlackRock Investment (Korea) Limited. This material is for distribution to the Qualified Professional Investors (as defined in the Financial Investment Services and Capital Market Act and its sub-regulations) and for information or educational purposes only and does not constitute investment advice or an offer or solicitation to purchase or sells in any securities or any investment strategies.

In Brunei, BlackRock does not hold a Capital Markets Services License and is therefore not licensed for conducting business in any regulated activity under the Securities Market Order, 2013. This document has been issued by BlackRock and is intended for the exclusive use of the recipient. The distribution of the information contained herein may be restricted by law and persons who access it are required to comply with any such restrictions. The information provided herein is directed solely at persons who would be regarded as "Accredited Investors", "Expert Investors" or "Institutional Investors" in accordance with the Securities Market Order 2013.

This material is for distribution to Professional Clients (as defined by the Financial Conduct Authority or MiFID Rules) only and should not be relied upon by any other persons.

In the UK and Non-European Economic Area (EEA) countries: this is Issued by BlackRock Investment Management (UK) Limited, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered office: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL. Tel: + 44 (0)20 7743 3000. Registered in England and Wales No. 02020394. For your protection telephone calls are usually recorded. Please refer to the Financial Conduct Authority website for a list of authorised activities conducted by BlackRock.

In the European Economic Area (EEA): this is Issued by BlackRock (Netherlands) B.V. is authorised and regulated by the Netherlands Authority for the Financial Markets. Registered office Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Trade Register No. 17068311 For your protection telephone calls are usually recorded.

For qualified investors in Switzerland: This document is marketing material. This document shall be exclusively made available to, and directed at, qualified investors as defined in Article 10 (3) of the CISA of 23 June 2006, as amended, at the exclusion of qualified investors with an opting-out pursuant to Art. 5 (1) of the Swiss Federal Act on Financial Services ("FinSA"). For information on art. 8 / 9 Financial Services Act (FinSA) and on your client segmentation under art. 4 FinSA, please see the following website: www.blackrock.com/finsa.

Important notes

The information contained in this document is intended strictly for Professional Clients as defined under the Dubai Financial Services Authority (“DFSA”) In Dubai (“DIFC”) Conduct of Business (COB) Rules .

The information contained in this document, does not constitute and should not be construed as an offer of, invitation or proposal to make an offer for, recommendation to apply for or an opinion or guidance on a financial product, service and/or strategy. Whilst great care has been taken to ensure that the information contained in this document is accurate, no responsibility can be accepted for any errors, mistakes or omissions or for any action taken in reliance thereon. You may only reproduce, circulate and use this document (or any part of it) with the consent of BlackRock.

The information contained in this document is for information purposes only. It is not intended for and should not be distributed to, or relied upon by, members of the public.

The information contained in this document, may contain statements that are not purely historical in nature but are “forward-looking statements”. These include, amongst other things, projections, forecasts or estimates of income. These forward-looking statements are based upon certain assumptions, some of which are described in other relevant documents or materials. If you do not understand the contents of this document, you should consult an authorised financial adviser.

Blackrock Advisors (UK) Limited–Dubai Branch is a DIFC Foreign Recognised Company registered with the DIFC Registrar of Companies (DIFC Registered Number 546), with its office at Unit L15 - 01A, ICD Brookfield Place, Dubai International Financial Centre, PO Box 506661, Dubai, UAE, and is regulated by the DFSA to engage in the regulated activities of ‘Advising on Financial Products’ and ‘Arranging Deals in Investments’ in or from the DIFC, both of which are limited to units in a collective investment fund (DFSA Reference Number F000738).

Any research in this document has been procured and may have been acted on by BlackRock for its own purpose. The results of such research are being made available only incidentally. The views expressed do not constitute investment or any other advice and are subject to change. They do not necessarily reflect the views of any company in the BlackRock Group or any part thereof and no assurances are made as to their accuracy.

Any opinions, forecasts represent an assessment of the market environment at a specific time and is not intended to be a forecast of future events or a guarantee of future results. This information should not be relied upon by the reader as research, investment advice or a recommendation.

This document is for information purposes only and does not constitute an offer or invitation to anyone to invest in any BlackRock funds and has not been prepared in connection with any such offer.

Certain information contained herein has been obtained from published sources and from third parties, including without limitation, market forecasts, internal and external surveys, market research, publicly available information and industry publications. In addition, certain information contained herein may have been obtained from companies in which investments have been made by entities affiliated with BlackRock. Although such information is believed to be reliable for the purposes used herein, neither the Fund nor BlackRock assumes any responsibility for the accuracy or completeness of such information. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader. Certain information contained herein represents or is based upon forward-looking statements or information. BlackRock and its affiliates believe that such statements and information are based upon reasonable estimates and assumptions. However, forward-looking statements are inherently uncertain, and factors may cause events or results to differ from those projected. Therefore, undue reliance should not be placed on such forward-looking statements and information.

©2022 BlackRock, Inc. All Rights Reserved. **BLACKROCK** is a registered trademark of BlackRock, Inc. or its subsidiaries in the United States and elsewhere.

All other trademarks are those of their respective owners.

Prepared by BlackRock Investments, LLC, member FINRA.

Not FDIC Insured • May Lose Value • No Bank Guarantee

Want to know more?

blackrock.com

BlackRock

Capital Dynamics

U.S. Lower Middle-Market Direct Lending: Ein sicherer Hafen in Zeiten instabiler Märkte



Capital Dynamics is an independent global asset manager. The firm has over three decades of expertise in lower middle-market private equity (primaries, secondaries, direct investing) and private credit, and is an established first mover in mission-critical renewable energy generation.

- Primaries: Investments in mid-market funds within buyout, specialist, turnaround and growth sectors
- Secondaries: Investments in smaller and more complex secondary transactions, including fund restructurings, tail-ends, and preferred interest structures
- Direct investing: Direct investments in mid-market companies alongside core and specialist sponsors
- Private credit: Direct lending to mid-market companies with focus on PE-owned or controlled enterprises, complementing PE business
- Clean Energy: Direct equity investments in renewable energy technologies, with a focus on utility-scale and distributed generation, solar and wind

Capital Dynamics is an early adopter and consistent innovator in responsible investment, with a trademarked approach to ESG underwriting and best-in-class results from leading ESG benchmarking organizations (e.g., PRI and GRESB). As of Q2 2022, Capital Dynamics oversees more than USD 14 billion in assets under management and advisement, and employs approximately 160 professionals globally across 14 offices in Europe, the Middle East, North America, and Asia.



MÄRZ 2022

U.S. LOWER MIDDLE-MARKET DIRECT LENDING: EIN SICHERER HAFEN IN ZEITEN INSTABILER MÄRKTE



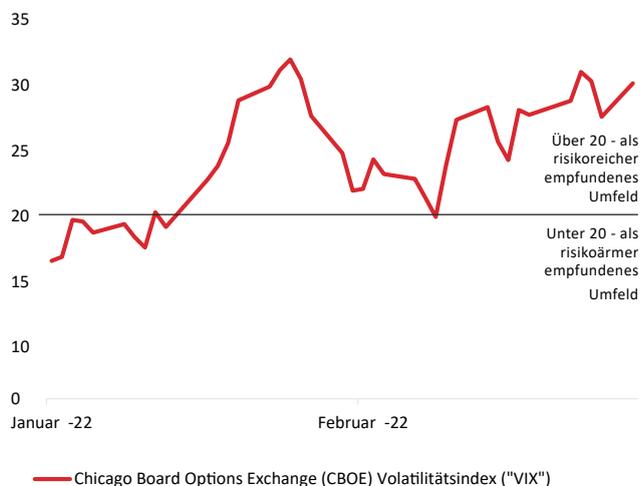
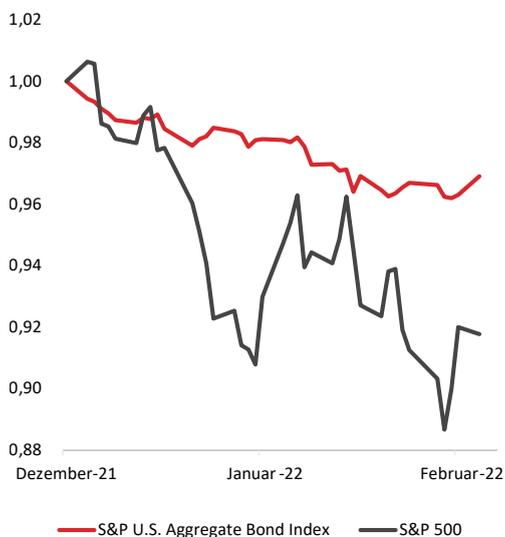
DIE PANDEMIE VERÄNDERT DAS WIRTSCHAFTLICHE UMFELD UND HEIZT DIE INFLATION

COVID-19 hat einen bedeutenden Wandel in der US-Wirtschaft ausgelöst und ein Umfeld geschaffen, das den Preisanstieg angeheizt und die Markterwartungen für die weitere Zinsentwicklung verändert hat. Die Aussicht auf eine anhaltende Inflation und eine restriktivere Haltung der Federal Reserve ("Fed") hat Auswirkungen auf die Anleger, da die Inflation die realen Renditen dämpft und steigende Zinssätze die Preise von Vermögenswerten, insbesondere von Finanzanlagen mit längerer Laufzeit, negativ beeinflussen.

Für Unternehmen ist die Inflation ein zweischneidiges Schwert. Sie fördert zwar häufig das Umsatzwachstum, da die Unternehmen die Preise für ihre Waren und Dienstleistungen anheben und sich einer robusten Nachfrage seitens der Verbraucher erfreuen, die

motiviert sind, heute Geld auszugeben, das morgen weniger wert sein wird, doch belastet sie auch die Ausgabenseite. Die Inflation erhöht die Kosten für Rohstoffe, treibt das Lohnwachstum an und führt häufig zu Zinserhöhungen durch die Fed, was sich in höheren Betriebs- und Finanzierungskosten für die Unternehmen niederschlägt. Für die Verbraucher sind Lohnerhöhungen eine willkommene Folge, aber wenn die allgemeine Inflation bei Waren und Dienstleistungen das Lohnwachstum übersteigt und steigende Zinssätze die Kreditkosten in die Höhe treiben, wird sich die US-Wirtschaft wahrscheinlich deutlich abkühlen. So ist eine moderate und stabile Inflation tendenziell positiv für die Wirtschaft und die Finanzanlagen, während ein sich rasch beschleunigendes Preisumfeld eher problematisch ist.

Zunehmende Volatilität trifft auf rückläufige Aktien- und Anleihemärkte ¹



Da der US Verbraucherpreisindex ("CPI") im Januar 2022 um mehr als 7 % gestiegen ist und kaum Entspannung in Sicht ist, sind die Anleger vorsichtig geworden. Die Auswirkungen haben sich bereits auf den Finanzmärkten bemerkbar gemacht: Aktien und festverzinsliche Wertpapiere haben seit Jahresbeginn negative Renditen erzielt, und die Volatilität, gemessen am Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index ("VIX"), ist Ende Januar auf über 30 gestiegen - was als ein Umfeld mit höherem

Risiko gilt. Direct Lending als größtes Segment im Corporate Private Credit Bereich kann Anlegern eine Absicherung gegen Inflation und steigende Zinsen bieten.

Bei Unternehmenskrediten und insbesondere bei Levered Loans handelt es sich nicht nur um Finanzinstrumente mit kürzerer Laufzeit (durchschnittlich zwei bis drei Jahre), sondern sie generieren in der Regel auch Zinserträge, die

¹ Quelle: S&P Dow Jones Indices und Federal Reserve Bank of St. Louis. Jahresrenditen bis heute, Stand: 28. Februar 2022.

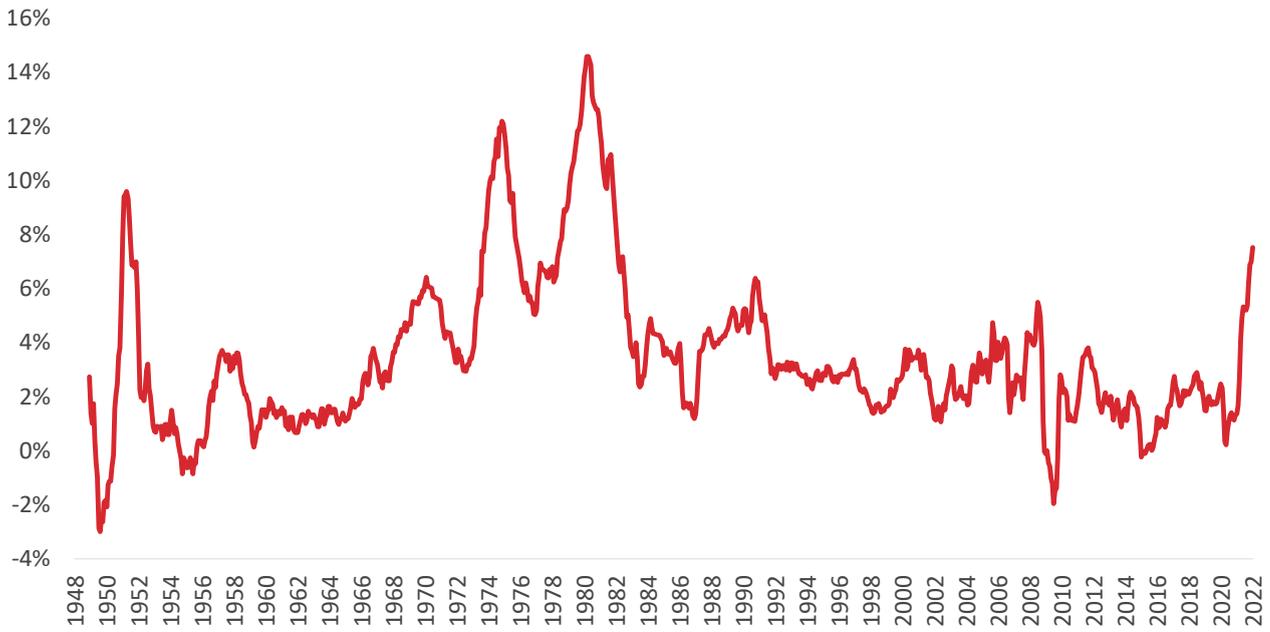
mit zugrundeliegenden Referenzzinssätzen schwanken. Folglich schneidet die Anlageklasse der Leveraged Loans in Zeiten steigender Zinssätze im Allgemeinen besser ab als andere festverzinsliche Anlageklassen. Darüber hinaus bietet die Angebots- und Nachfragedynamik im Bereich von US Lower Mid Market Krediten eher die Möglichkeit, die Kreditbedingungen und -strukturen zu gestalten, verglichen mit der Wettbewerbsdynamik im US Upper Mid Market Segment. Daher können konstante Renditeaufschläge im Lower Mid-Market in Verbindung mit einem strengen Underwriting, längeren Transaktions- und Due Diligence Zeiträumen und einer konservativen Strukturierung, den Anlegern einen weiteren Schutz gegen reale Renditeeinbußen und Verluste bieten, die sich aus steigenden Inputkosten (Rohstoffe und Löhne) und/oder wirtschaftlichen Rezessionen ergeben, die durch zu aggressive Zinserhöhungen ausgelöst werden. Noch komplizierter wird das Bild durch die jüngsten geopolitischen Entwicklungen in der Ukraine, die angesichts der Bedeutung Russlands und der Ukraine für die Versorgung der globalen Rohstoffmärkte die Dynamik des Preisanstiegs noch verstärken werden.

INFLATION UND STEIGENDE ZINSSÄTZE

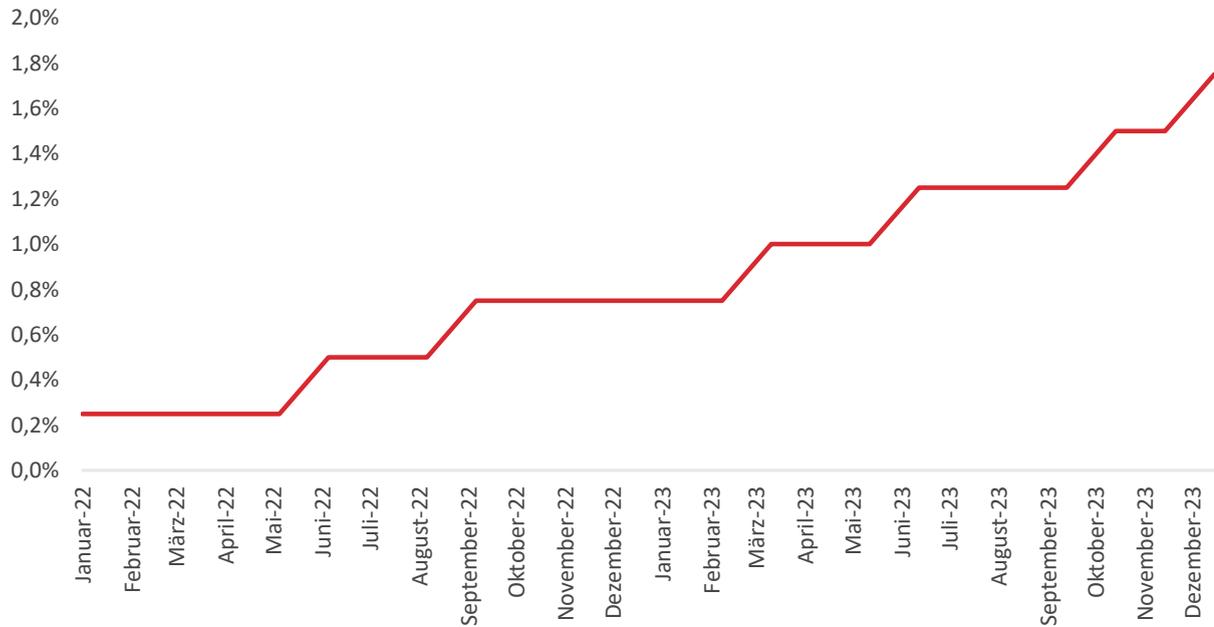
Nach mehr als einem Jahrzehnt einer sehr lockeren Geldpolitik mehren sich die Anzeichen, dass die Fed bereit ist, die quantitative Lockerung zu beenden und die Zinsen zu erhöhen, um die Inflation und eine potenzielle Überhitzung der Wirtschaft zu bekämpfen. Eine Kombination aus Beschränkungen, die während der Pandemie auferlegt wurden, fiskalischen Impulsen, einer sich erholenden Wirtschaft und der Dynamik der globalen Lieferkette hat das CPI-Wachstum auf ein Niveau getrieben, das seit 40 Jahren nicht mehr erreicht wurde und weit über dem Ziel der Fed von 2 bis 3% liegt. Ursprünglich bezeichnete die Fed die erhöhten Inflationsszahlen als vorübergehend, doch der anhaltende Preisanstieg bei Waren und Dienstleistungen führte zu der Erkenntnis, dass die erhöhte Inflation wahrscheinlich länger als ursprünglich angenommen anhalten wird.



Jährlicher U.S. Verbraucherpreisindex (Inflationsrate %) ²



Politische Zinssätze - Vorhersage ³



² Quelle: U.S. Bureau of Labor Statistics, Verbraucherpreisindex, Stand: Januar 2022

³ Quelle: Anmerkung: Der US-Leitzins ist die Obergrenze der Federal Funds Rate. Quelle: Fitch Ratings.

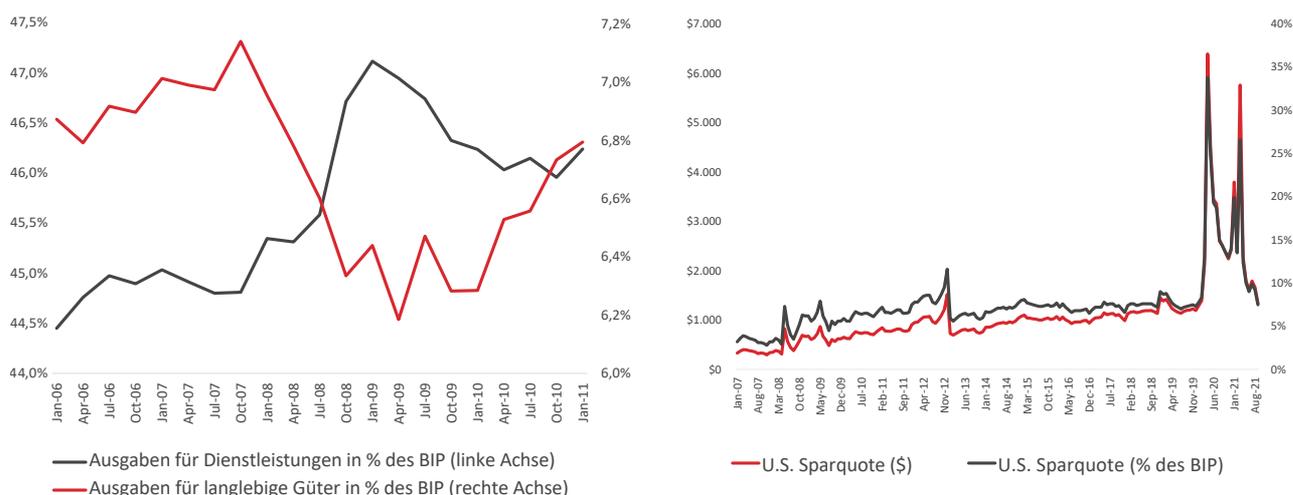


Einige der wirtschaftlichen Besonderheiten der Pandemie haben wahrscheinlich die frühen Perspektiven der Fed beeinflusst.

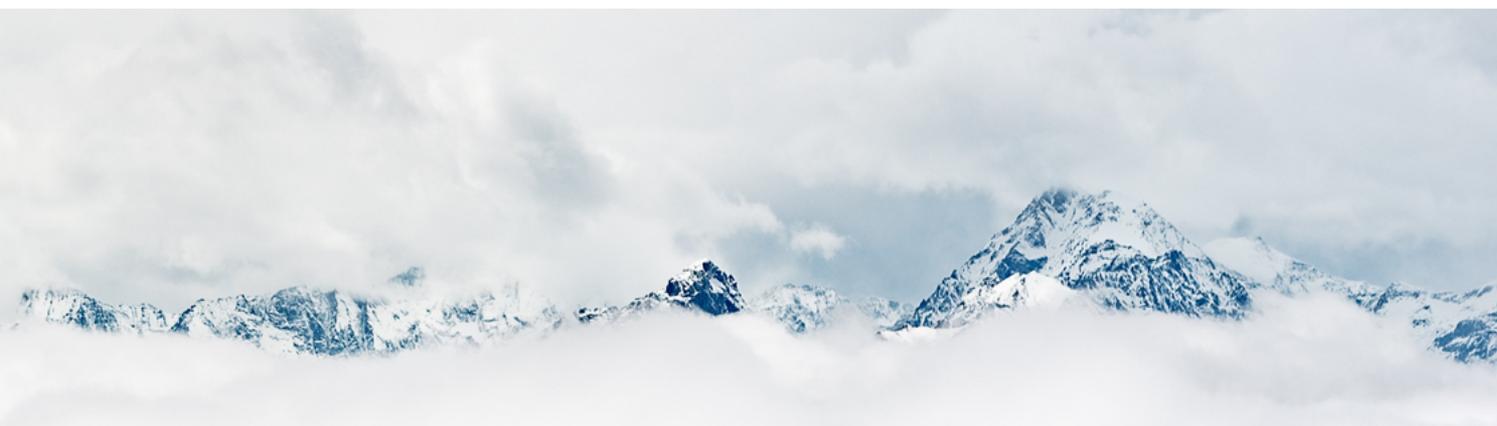
Die Verbraucher, die aufgrund von Lockdown Beschränkungen und auch nach deren Aufhebung nur begrenzte Möglichkeiten hatten, ihre überschüssigen Einnahmen für Reisen und Freizeitaktivitäten auszugeben, änderten ihre Kaufgewohnheiten drastisch. Online-Einkäufe und in geringerem Maße auch Einkäufe in Geschäften ersetzten weitgehend die Ausgaben für Restaurants, Konzerte, Filme und Urlaube und unterbrachen damit den seit Jahren anhaltenden Trend, dass US-Verbraucher mehr für Freizeitaktivitäten als für materielle Güter ausgeben. Erhebliche fiskalische Anreize durch verschiedene Wirtschaftshilfepakete wie das CARES-Gesetz (Corona Virus Aid Relief, and Economic Security) ließen die Sparquote der privaten Haushalte ebenfalls ansteigen, was die

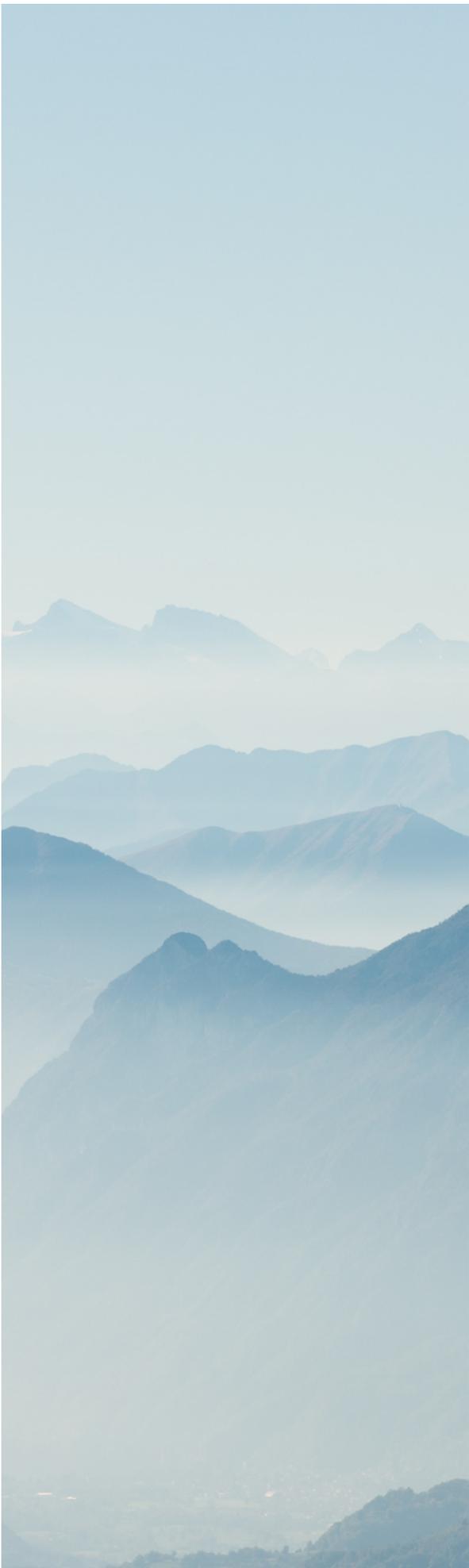
Kaufkraft der Verbraucher erhöhte und den Konsum von Waren und Dienstleistungen zur Verschönerung des Eigenheims, zur Verbesserung der Arbeit im Home Office oder zur Förderung sozialer Aktivitäten weiter anheizte. In der Zwischenzeit gaben die Unternehmen viel Geld für Technologie und Hilfsmittel aus, um die Arbeit von zu Hause aus zu erleichtern oder die Büros umzugestalten, um ihren Mitarbeitern sicherere Arbeitsplätze zu bieten. Die Arbeitgeber sahen sich auch mit einer Belegschaft konfrontiert, die aufgrund von staatlichen Transferleistungen eine Zeit lang das gleiche oder mehr verdiente, wenn sie zu Hause blieb, als wenn sie zur Arbeit kam. Diese Dynamik trieb die Personalkosten in die Höhe, da höhere Löhne gezahlt werden mussten, um die Arbeitnehmer zur Rückkehr an den Arbeitsplatz zu bewegen, oder Überstunden an die vorhandenen Arbeitnehmer gezahlt wurden, um den Betrieb aufrechtzuerhalten.

Auswirkungen der globalen Finanzkrise 2008-2009 auf die Verbraucherausgaben ⁴



⁴ Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis, Reales Bruttoinlandsprodukt [GDPC1], Reale persönliche Verbrauchsausgaben: Langlebige Güter [PCEDGC96], Reale persönliche Konsumausgaben: Dienstleistungen [PCESC96], abgerufen von FRED. Persönliche Ersparnis, abgerufen von FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis



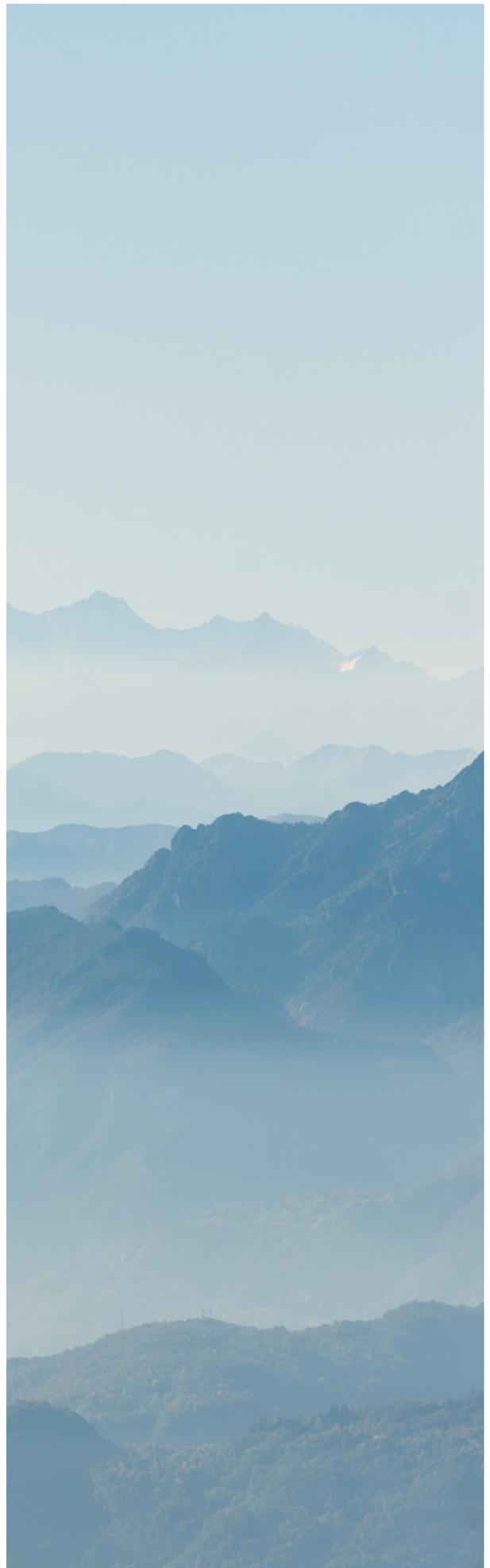


Das veränderte Konsumverhalten der Verbraucher hat auch die Lieferketten belastet. Die heutigen globalen Lieferketten sind so schlank und kapitaleffizient wie möglich gestaltet, mit Just-in-Time-Fertigung und -Versand, die an Echtzeit-Nachfragedaten gebunden sind. Die Verschiebung der Kaufgewohnheiten in Verbindung mit Unterbrechungen durch die Schließung von Produktionsanlagen in China und Südostasien (aufgrund strenger COVID-Abriegelungsprotokolle und Stromausfällen) sowie Personalknappheit und Infrastrukturmängel in den Häfen der Welt überforderten das System, verstärkten das Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage und verursachten zusätzlichen Inflationsdruck.

Die Faktoren, die zum Anstieg der Inflation beitragen, waren zwar beobacht- und vorhersehbar, doch hätte man davon ausgehen können, dass ihre Auswirkungen vorübergehender Natur sein würden. Mit der Zulassung von Impfstoffen und Behandlungstherapien, die den Verlauf und die Schwere von COVID-19-Infektionen verkürzten, wurde erwartet, dass sich die Wirtschaft wieder öffnen und das Leben zur "Normalität" zurückkehren würde. Die Verbraucher würden sich von den Produktkäufen abwenden und ihre Ausgaben wieder für Freizeitaktivitäten verwenden; die abflauenden Konjunkturprogramme würden die Nachfrage dämpfen, Arbeitskräfte wieder in den Arbeitsprozess zurückführen und die Verlangsamung des Wareneinkaufs in Verbindung mit der Aufstockung des Personals sowie Investitionen in die Logistikinfrastruktur würde die Überlastung der Lieferketten lindern. Stattdessen führten neue Varianten des Virus zu weiteren Beschränkungen, und die Verbraucher, die erneut nicht reisen konnten, verstärkten ihr bisheriges Verhalten. Viele Arbeitnehmer zogen es vor, ganz aus dem Berufsleben auszusteigen, weil sie kurz vor der Pensionierung standen, weil sie Angst hatten, sich zu infizieren, oder weil der ständige Wechsel zwischen Online- und Präsenzunterricht in den Schulen für viele berufstätige Eltern nicht mehr zu bewältigen war.

Die Fundamentaldaten deuten jedoch darauf hin, dass der Inflationsdruck mittelfristig nachlassen wird. Die demografische Situation in den USA bleibt unverändert, da ein großer Teil der Bevölkerung in eine Lebensphase hineinwächst, in der Sparen Vorrang vor Konsum hat. Der säkulare Trend, mehr für Freizeit als für materielle Güter auszugeben, bleibt ebenfalls intakt, und die nachhinkenden Versorgungsketten werden die nachlassende Nachfrage nach Gütern wahrscheinlich aufholen. Ein gewisses Maß an Lohninflation dürfte jedoch von Dauer sein, da dieselben demografischen Trends (alternde Bevölkerung, die sich dem Ruhestand nähert) in Verbindung mit einer geringeren Erwerbsbeteiligung und einer langsameren Zuwanderung zu einem geringeren Arbeitskräfteangebot führen werden. Trotz dieser Dynamik befindet sich die Fed in der schwierigen Lage, den Spagat zwischen nachlassender Nachfrage und kurzfristiger überhitzter Inflation zu schaffen, ohne die Wirtschaft in eine Rezession zu stürzen. Der Markt scheint zu glauben, dass die Fed in dieser Hinsicht hinter der Kurve zurückbleibt und dramatische Schritte unternehmen muss. Prognostiker gehen von zwei bis sieben Zinserhöhungen der Fed um jeweils 25 bis 50 Basispunkte (bps) im Jahr 2022 aus. Allerdings könnte die Krise in der Ukraine in naher Zukunft ein vorsichtigeres Vorgehen der Fed nahelegen. Die Anleger erwarten nun eine Zinserhöhung um 25 Basispunkte auf der für März anberaumten Sitzung der Zentralbanker, während sie zuvor mit einem drastischeren Schritt von 50 Basispunkten gerechnet hatten. Die größere Frage im Zusammenhang mit diesen Ungewissheiten ist, ob sie in der Lage sein wird, eine weiche Landung hin zu bekommen.

Man kann nicht wissen, was vor uns liegt, aber die Ungewissheit wird wahrscheinlich in den nächsten 12 bis 18 Monaten zu erheblichen Marktturbulenzen und Volatilität führen. Zu dieser Ungewissheit kommt noch das geopolitische Risiko hinzu, einschließlich der Invasion Russlands in die Ukraine und möglicherweise darüber hinaus, die die Inflation, vor allem bei den Energiekosten, weiter anheizen und die Weltwirtschaft erschüttern könnten.

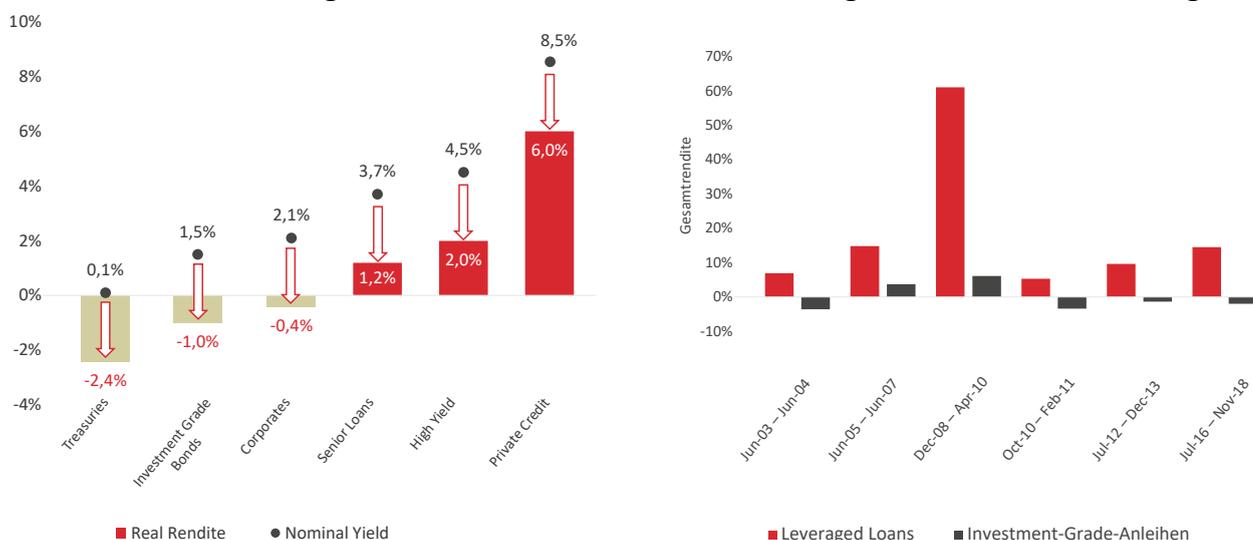


DIRECT LENDING SCHNEIDET BEI STEIGENDEN ZINSSÄTZEN BESSER AB

Festverzinsliche Anlagen mit längerer Laufzeit, wie Investment-Grade- und hochverzinsliche Unternehmensanleihen, werden in einem inflationären Umfeld und bei steigenden Zinsen anfällig. Die realen Zinssätze (berechnet als nominale Zinssätze abzüglich der Inflation) werden durch die steigende Inflation unter Druck gesetzt, und höhere Marktzinsen führen zu einer Abwertung der Anleihen, da künftige Cashflows zu höheren Zinssätzen abgezinst werden, die für gleichwertige Emissionen auf dem Markt verfügbar sind. Darlehen mit

kürzerer Laufzeit (im Durchschnitt zwei bis drei Jahre) und Zinserträgen sowie einer variablen Verzinsung erzielen jedoch in einem Umfeld steigender Zinssätze im Allgemeinen eine bessere Wertentwicklung und bieten Anlegern möglicherweise eine attraktive Absicherung. Darüber hinaus bietet Direct Lending, der größte Teilbereich innerhalb des Corporate Private Credit Bereichs, im Vergleich zu ihren festverzinslichen Alternativen durchweg attraktive Renditen, was dazu beiträgt, die Auswirkungen der Inflation auf die realen Renditen auszugleichen.

Reale Renditen und steigende Zinsen sind eine Herausforderung für festverzinsliche Anleger ⁵



⁵ Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, 5-Jahres-Breakeven-Inflationsrate [T5YIE], abgerufen von FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/T5YIE>, 2. Februar 2022. "Treasuries" wird durch den risikofreien Zinssatz dargestellt, "Investment Grade Bonds" wird durch den S&P 500 US Aggregate Bond Index dargestellt, "Corporates" wird durch den S&P 500 Investment Grade Corporate Bond Index dargestellt, "Senior Loans" wird durch den S&P/LSTA Leveraged Loan 100 Index dargestellt, "High Yield" wird durch den S&P 500 High Yield Corporate Bond Index dargestellt, Private Credit wird durch den Clifwater Direct Lending Index dargestellt. Alle Daten beziehen sich auf den 30. September 2021. Fidelity Viewpoints, Investieren in Kredite: Leveraged Loans may offer higher yields and inflation protection, veröffentlicht am 13. September 2021. Investment-Grade-Anleihen, dargestellt durch den S&P US Aggregate Bond Index.



DIRECT LENDING IM LOWER MID-MARKET KANN ZUSÄTZLICHEN SCHUTZ FÜR ANLEGER BIETEN

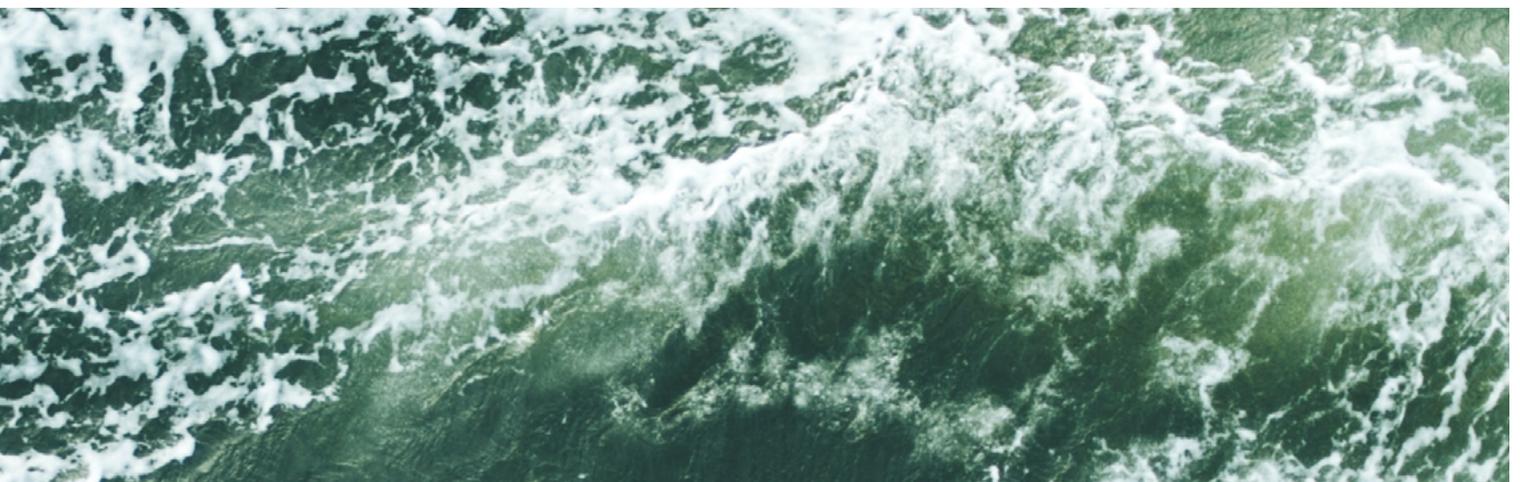
Neben der Absicherung gegen Inflation und steigende Zinssätze können Direct Lending Investments im US Lower Mid-Market Anlegern zusätzlichen Schutz gegen mögliche negative Folgen des derzeitigen wirtschaftlichen Umfelds für Portfoliounternehmen bieten. Die Struktur des US Lower Mid-Market bietet Kreditgebern überzeugende Vorteile, darunter:

- **Portfoliokonstruktion / Diversifizierung:**

Der US Lower Mid-Market ist groß und stark diversifiziert. Ein wichtiger Faktor für die Kreditperformance ist der Aufbau eines diversifizierten Portfolios mit begrenzter Korrelation zwischen den einzelnen Krediten. Der aktuelle Inflationsschub hat sich nicht auf alle Branchen gleichermaßen ausgewirkt. Der Arbeitskräftemangel war beispielsweise in den Branchen am stärksten ausgeprägt, die gering qualifizierte Arbeitskräfte beschäftigen (verarbeitende Industrie, Lagerverwaltung usw.) und/oder in denen das Risiko einer Ansteckung mit dem Virus größer ist (Gesundheitswesen, Gastgewerbe, Freizeit, Restaurants usw.). Unternehmen, die ihre Waren im Ausland beschaffen, sind durch COVID-Ausbrüche und Energieengpässe (z. B. in China und Vietnam) sowie durch überlastete Häfen in Asien und Nordamerika mit Produktionsstillständen konfrontiert. Unternehmen, die bei der Herstellung ihrer Produkte auf Rohstoffe angewiesen sind, mussten feststellen, dass die Kosten für diese Rohstoffe sowohl aufgrund von Lieferengpässen als auch aufgrund von

Spekulationen gestiegen sind. Darüber hinaus könnte die Krise in der Ukraine diesen Anstieg der Rohstoffpreise noch verschärfen, da die Länder in dieser Region für die Versorgung der Weltwirtschaft mit einer breiten Palette von Rohstoffen von großer Bedeutung sind. Eine branchenübergreifende Diversifizierung und die Auswahl von Krediten werden die Auswirkungen von Inflation und anderen wirtschaftlichen Turbulenzen auf das gesamte Portfolio dämpfen. Für erfahrene Manager mit entsprechendem Marktzugang bietet der US Lower Mid-Market daher die Möglichkeit, attraktive Portfolios aufzubauen, die widerstandsfähiger gegen wirtschaftliche Erschütterungen sind.

- **Underwriting/Strukturierung:** Ein erhebliches Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im US Lower Mid-Market bietet Kreditgebern die Möglichkeit, den Investmentprozess, die Kreditbedingungen und die Strukturierung von Unternehmenskrediten wesentlich stärker zu beeinflussen. Für erfahrene Kreditgeber kann dies einen wichtigen Vorteil darstellen, wenn es darum geht, (i) Unternehmen zu identifizieren, die wahrscheinlich besser abschneiden als ihre Konkurrenten und widerstandsfähiger gegen wirtschaftliche Verwerfungen sind, sowie (ii) Kredite so zu strukturieren, dass sie den Kreditnehmern mehr Flexibilität bei der Bewältigung schwieriger Marktbedingungen bieten.





o *Kreditauswahl*: Längere Transaktionsprozesse im US Lower Mid-Market, die sich über mehrere Wochen bis Monate erstrecken, ermöglichen es den Kreditgebern, eine gründliche Prüfung vorzunehmen und - was besonders wichtig ist - das Underwriting jeder Investition zu validieren. Diese Dynamik hat sich im derzeitigen Umfeld als besonders hilfreich erwiesen, da der Zeitablauf es den Investitionsteams ermöglichte, im Rahmen der Due Diligence u. a. folgende Faktoren zu analysieren und bewerten: (i) die Fähigkeit des Managementteams und des Private Equity Sponsors, erhebliche Marktverwerfungen wie die der Pandemie zu bewältigen; (ii) die Marktposition des kreditnehmenden Unternehmens Preiserhöhungen weiterzugeben, um steigende Inputkosten und Löhne auszugleichen; (iii) die Fähigkeit des Unternehmens, in turbulenten Arbeitsmärkten Arbeitskräfte anzuziehen und zu halten; (iv) die Kostenstruktur des Unternehmens und die Fähigkeit, sich an verändernde Rahmenbedingungen anzupassen; und (v) die Fähigkeit, benötigte Vorprodukte rechtzeitig und kosteneffizient zu beschaffen, während die Lieferketten einem beispiellosen Gegenwind ausgesetzt sind.

o *Darlehensstrukturierung*: Die Wettbewerbsdynamik auf dem US Lower Mid-Market sorgt für konservativere Darlehensstrukturen, einschließlich: (i) niedrigere durchschnittliche Verschuldungskennziffern im Verhältnis zum EBITDA; (ii) größere Eigenkapitalpolster und niedrigere Beleihungsparameter; und, was besonders wichtig ist, (iii) die Einbeziehung beispielsweise von financial maintenance covenants. Während Maintenance Covenants im Core und Upper Mid-Market weitgehend aufgegeben wurden, sind sie im US Lower Mid-Market nach wie vor ein fester Bestandteil des Marktes. Maintenance Covenants können insbesondere wichtig sein um Kreditgebern

ein frühzeitiges Eingreifen zu ermöglichen, wenn das kreditnehmende Unternehmen in Schwierigkeiten gerät und den Kreditgebern mehr Freiheitsgrade bieten, wenn sie versuchen, das eingesetzte Kapital zu schützen oder die Rückflüsse für ihre Investoren im Falle eines Ausfalls zu maximieren. Darüber hinaus können Maintenance Covenants den Kreditgebern die Möglichkeit geben, die Kreditkonditionen anzupassen, wenn es zu Verwerfungen wie der COVID-19 Pandemie kommt, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass die Märkte derartige Risiken grundlegend neu bewerten.

- **ESG-Implementierung:** Während das Screening von Unternehmen nach ESG-Risiken von Kreditgebern seit langem als Risikomanagementinstrument eingesetzt wird, um Investitionen auszuschließen, ist die Verwendung von ESG-Aspekten als positiver Werttreiber ein sich entwickelndes und wichtiger werdendes Instrument für die Auswahl und das Underwriting von Kreditinvestitionen. Unternehmen mit vorteilhaften und sich verbessernden ESG-Profilen werden häufig mit einer verbesserten finanziellen Entwicklung, einer Ausweitung der Bewertungsmultiplikatoren und einem besseren Zugang zu den Kapitalmärkten belohnt. Dies wiederum verschafft diesen Unternehmen eine größere operative und finanzielle Flexibilität bei der Bewältigung schwieriger Marktbedingungen. Die Dynamik des US Lower Mid-Market bietet Kreditgebern die Möglichkeit, potenzielle Portfoliounternehmen nicht nur auf ESG-Attribute hin zu überprüfen, sondern auch ihren Einfluss geltend zu machen, um Managementteams und Private Equity Sponsoren zu motivieren, Strategien zur Verbesserung dieser Attribute nach Abschluss einer Transaktion umzusetzen und so widerstandsfähigere Portfolios aufzubauen. Bitte klicken Sie [hier](#), um unser kürzlich erschienenen Whitepaper zu diesem Thema zu lesen - The Evolution of ESG in Lower Middle-Market Direct Lending.



SCHLUSSFOLGERUNG

Das inflationäre Umfeld hat den Ansatz von Capital Dynamics bei der Kreditvergabe, dem Branchenfokus und/oder der Portfoliokonstruktion, nicht verändert, aber es hat die Wichtigkeit einzelner Aspekte im Due Diligence Prozess hervorgehoben und die Strukturierungsparameter des Private Credit-Teams beeinflusst. Wir haben unter anderem die Preiselastizität der Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen der Kreditnehmer, die Diversifizierung der Zulieferer, die Arbeitsverhältnisse/Umsatzstatistiken, die Flexibilität der Kostenstruktur usw. genauer unter die Lupe genommen. Die Grundprinzipien

der Kreditauswahl, der Strukturierung und der Portfoliokonstruktion sind jedoch nach wie vor entscheidend für den Anlageerfolg. Wir sind davon überzeugt, dass die Stärke unserer Multi-Strategy Private Markets Plattform, einschließlich einer differenzierten Origination Strategie und eines erheblichen Informationsvorsprungs im US Lower Mid-Market Bereich, es dem Capital Dynamics Private Credit Team ermöglicht attraktive Portfolien aufzubauen, die gegenüber Marktturbulenzen widerstandsfähig sind und im Laufe der Zeit eine überdurchschnittliche Performance erzielen werden.

AUTHORS



Jens Ernberg
Managing Director
Co-Head of Private Credit

+1 212 798 3400
jernberg@capdyn.com



Thomas Hall
Managing Director
Co-Head of Private Credit

+1 212 798 3400
thall@capdyn.com



Klaus Gierling
Managing Director
Head of Business Development
DACH, Benelux and Nordics

+49 89 2000 418 13
kgierling@capdyn.com



Markus Langner
Managing Director
Business Development
DACH & Netherlands

+49 89 2000 418 14
mlangner@capdyn.com

ÜBER CAPITAL DYNAMICS

Capital Dynamics ist ein unabhängiger globaler Asset Manager mit Fokus auf Private Assets einschließlich Private Equity (Primaries, Secondaries, Co-Investments), Private Credit und Clean Energy. Das Unternehmen investiert seit über 30 Jahren in Private Assets mit einem Fokus auf das Mid-Market Segment. Die Private-Credit-Plattform von Capital Dynamics bietet maßgeschneiderte Finanzierungslösungen für Private Equity finanzierte Unternehmen im Lower Mid-Market Segment.

Das Capital Dynamics Private Credit Team besteht aus mehr als zehn Spezialisten in New York, London und Zug und stützt sich auf seine umfassende Erfahrung bei Investitionen über die gesamte Kapitalstruktur und in einer Vielzahl von Branchen, um flexible, wertsteigernde Lösungen anzubieten, die auf die individuellen Bedürfnisse jedes Kreditnehmers zugeschnitten sind.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

“Capital Dynamics“ umfasst die Capital Dynamics Holding AG und die mit ihr verbundenen Unternehmen.

Die hierin enthaltenen Informationen dienen ausschließlich zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch ein Verkaufsangebot oder eine Aufforderung zum Kauf von Wertpapieren dar und dürfen nicht als solche angesehen werden. Ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung erfolgt gemäß einem von Capital Dynamics zur Verfügung gestellten Privatplatzierungsmemorandum. Niemand ist befugt, eine andere als die hierin enthaltene Aussage über die hierin enthaltenen Informationen zu machen, und auf eine solche Aussage, falls sie gemacht wurde, darf man sich nicht verlassen. Dieses Dokument ist streng vertraulich, nur für die Person bestimmt, an die es adressiert ist, und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Capital Dynamics weder ganz noch teilweise (ob in elektronischer oder gedruckter Form) an andere Personen als den autorisierten Empfänger gezeigt, reproduziert oder weiterverteilt oder für einen anderen als den autorisierten Zweck verwendet werden.

Der Empfänger sollte den Inhalt dieses Dokuments nicht als Rechts-, Steuer-, Buchhaltungs-, Anlage- oder sonstige Beratung auslegen. Jeder Anleger sollte seine eigenen Erkundigungen einziehen und seine Berater in Bezug auf alle rechtlichen, steuerlichen, finanziellen und sonstigen relevanten Angelegenheiten im Zusammenhang mit einer Anlage in einen Fonds oder ein anderes Anlageinstrument konsultieren. Capital

Dynamics berät seine Kunden nicht in steuerlichen Angelegenheiten. Dieses Dokument ist nicht dafür gedacht oder geschrieben, und es kann von keinem Steuerzahler zum Zweck der Vermeidung von Strafen verwendet werden, die dem Steuerzahler gemäß den Steuergesetzen der jeweiligen Person auferlegt werden können. Bundes- und einzelstaatliche Steuergesetze sind komplex und ändern sich ständig. Der Empfänger sollte immer einen Rechts- oder Steuerberater zu Rate ziehen, um Informationen über seine individuelle Situation zu erhalten.

Bei der Erwägung alternativer Anlagen, wie Private-Equity-Fonds, sollte der Empfänger verschiedene Risiken in Betracht ziehen, einschließlich der Tatsache, dass einige Fonds: eine Hebelwirkung einsetzen und ein erhebliches Maß an Spekulation betreiben können, was das Risiko eines Anlageverlusts erhöhen kann; illiquide sein können; gesetzlich nicht verpflichtet sind, den Anlegern regelmäßige Preis- oder Bewertungsinformationen zur Verfügung zu stellen; komplexe Steuerstrukturen und Verzögerungen bei der Verteilung wichtiger Steuerinformationen beinhalten können; und oft hohe Gebühren verlangen, und in vielen Fällen sind die zugrunde liegenden Anlagen nicht transparent und nur dem Anlageverwalter bekannt. Jede derartige Anlage birgt erhebliche Risiken, einschließlich des Risikos, dass ein Anleger seine gesamte Anlage verliert.

Copyright © 2022 by Capital Dynamics Holding A G. Alle Rechte vorbehalten.
Weitere Informationen finden Sie unter www.capdyn.com

KONTAKTE

NORTH AMERICA

Susan Giacin

North America

sgiacin@capdyn.com

EUROPE & AUSTRALIA

Klaus Gierling

DACH, Nordics & Benelux

kgierling@capdyn.com

Martine Sessin-Caracci

France

mssessin-caracci@capdyn.com

Robert H. Berlé

Italy

rberle@capdyn.com

Carolyn Skuce

UK (LGPS) & Australia

cskuce@capdyn.com

Jean-Yves Lagache

France

jlagache@capdyn.com

ASIA

David Jung

Korea, Hong Kong, Taiwan & Singapore

djung@capdyn.com

Eiichiro Hara

Japan

ehara@capdyn.com



www.capdyn.com



Birmingham | Dubai | Florida | Hong Kong | London | Luxembourg |
Milan | Munich | New York | Paris | San Francisco | Seoul | Tokyo | Zug

Partners Group

Sustainability linked loans: A new engagement channel in private debt



Partners Group

REALIZING POTENTIAL IN PRIVATE MARKETS

Partners Group is a leading global private markets firm. Since 1996, the firm has invested USD 185 billion in private equity, private real estate, private debt, and private infrastructure on behalf of its clients globally. Partners Group seeks to generate strong returns through capitalizing on thematic growth trends and transforming attractive businesses and assets into market leaders. The firm is a committed, responsible investor and aims to create sustainable returns with lasting, positive impact for all its stakeholders. With USD 131 billion in assets under management as of 30 June 2022, Partners Group provides an innovative range of bespoke client solutions to institutional investors, sovereign wealth funds, family offices and private individuals globally. The firm employs more than 1,600 diverse professionals across 20 offices worldwide and has regional headquarters in Baar-Zug, Switzerland; Denver, USA; and Singapore. It has been listed on the SIX Swiss Exchange since 2006 (symbol: PGHN).

Sustainability-linked loans: A new engagement channel in private debt

Q&A with Aurélie Madé, Senior Portfolio Manager, and Gerald Tee, Member of Management, Private Debt Europe



Aurélie Madé, Senior Portfolio Manager



Gerald Tee, Member of Management,
Private Debt Europe

As ESG and sustainability continue to climb up debt investors' agendas, so sustainability-linked loans are increasing in popularity both for limited partners (LPs) seeking ESG-compliant investments and for company management teams looking to improve their ESG performance. From a standing start just a few years ago, the sustainability-linked loan market grew to USD 600 billion globally in 2021, 3.5 times its value in 2020, according to LSTA figures.

Here, Aurélie Madé and Gerald Tee explain Partners Group's systematic approach to these loans and how the market is developing.

Sustainability-linked loans are relatively new to the market. How do they work?

Aurélie: These are standard loan instruments, but they incentivize sustainability improvement through a set of pre-agreed KPIs related to a company's ESG performance. There is a margin ratchet tied to these KPIs, and, depending on how well a company has performed against these objectives, the loan costs for the borrower can either step up or step down. Usually, the first reporting date on these KPIs is set to a year after the close of the investment.

Given this is such a nascent market, we've not yet reached that point with many of our sustainability-linked loans, but by way of example, for the first report we received back, the company had reached some of its targets, but not all. Overall, this equated to a small reduction in borrowing costs for the company – 25% of the maximum reduction possible – linked to the improvement of its sustainability profile.

How are sustainability-linked loans being incorporated into Partners Group's private debt business?

Aurélie: Sustainability-linked loans are a big topic for us. Our aim is for these loans to be an integral part of our direct lending strategy going forward. We are offering a margin ratchet on all of our financing and try to have the majority of our new investments in Europe include ESG margin ratchets, with the US following behind as the market there evolves. Over the last 12 months, we have deployed EUR 750 million in sustainability-linked loans across our European lending activities.

We have spent a lot of time ensuring the investment team understands the process, how to present the idea to company owners and how to ensure they are aligned with us. If you are going to work with private equity firms for these loans, they need to have the same philosophy or it won't work.

In collaboration with our ESG & Sustainability team, the investment team has also developed a set of Sustainability-Linked Loans Operating Principles to align our aims for the use of these instruments. These principles outline recommendations for investment teams, including focusing on material ESG topics, setting ambitious targets and recommending the use of third-party assurance to ensure reliable KPIs. It is also worth noting that every investment we make includes an ESG assessment during the investment process, meaning these factors are always considered regardless of whether the loan includes a sustainability-linked feature or not. Our ESG assessment during the due diligence phase can also form the basis of the KPIs that will be measured post-closing.

How open are company owners and management teams to sustainability-linked loans?

Gerald: This is still a developing field and the mechanisms are still evolving, but when we talk to

Partners Group's Sustainability-Linked Loans Operating Principles



company owners and management teams about this in Europe, most are open to discussions around the concept. That has been a shift over recent times – there is willingness on both sides to engage on ESG. LPs are partly driving this, but there is also rising regulatory pressure in Europe for investors and companies to focus on sustainability progress and reporting. These factors are changing mindsets and the incorporation of ESG targets in the documentation is an illustration of this.

How do you set KPIs and how do you ensure they are meaningful while also being achievable and avoid the risk of greenwashing?

Aurélie: There is no real standard on KPIs as it really depends on the company, its stage of development as far as ESG is concerned, and what ESG topics are

material to its activities. Most KPIs tend to be linked to the environment, but there are also KPIs related to D&I and other social factors. One way to help identify and set appropriate targets is ensuring the investment team collaborates closely with our in-house ESG & Sustainability team and, where necessary, with external independent advisors. We recommend that the company's performance is verified by a third party, but at the moment this is not always the case.

Gerald: Getting this right means working closely with the company's owners and, to an extent, the company's management team. For example, when a private equity firm acquires a business, it's down to them and the company's management team to develop the ESG path and, as Aurélie says, that varies according to the company. In companies

that are further along the curve, the private equity owners and the management teams may already have a defined view and may have identified what the relevant KPIs could be and which targets they should adhere to. In these cases, we then use these as a basis for discussion. If the company is less developed that's where external consultants may be brought in to develop a framework and advise on KPI selection and targets. We recognize that these businesses will take longer to implement ESG initiatives and so our documentation reflects this.

If you are offering a reduction in margin for good sustainability performance, are you not giving up returns as a lender? And, on the flip side, doesn't that mean that your incentive is for companies not to reach targets because you can charge a higher margin?

Aurélie: We don't see it that way. Sustainability-linked loans are a key engagement channel with portfolio companies on ESG topics across our private debt portfolio. Lenders don't usually have the same level of influence as equity owners and so it can be difficult to be impactful.

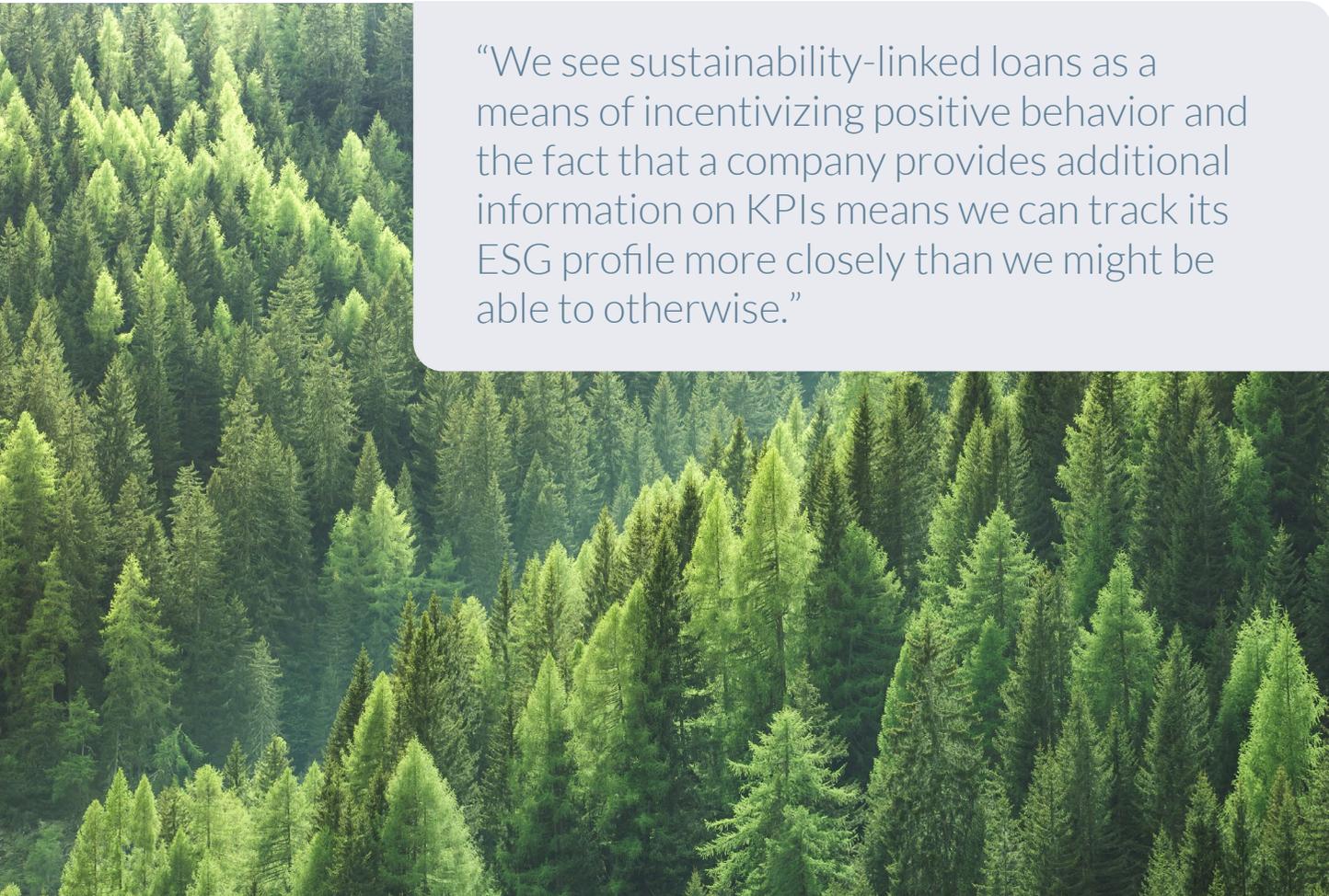
We see this as providing companies with a real incentive to make ESG improvements in general. It can be burdensome for some companies to implement, measure and report on ESG progress. By offering a reduction in loan costs as an encouragement, we can help them put in place the systems needed to collect information, understand their current position and ability to make strategic changes, and therefore make progress on sustainability. This should improve the profile of the company and is likely to make it more valuable in the future.

As a lender, you are also heavily focused on risk and downside protection. If a company performs well on sustainability, your lending risks should reduce, which in turn should also improve risk-adjusted returns. It is also important to note that ESG margin ratchets are negotiated separately from a loan's initial pricing and that these mechanisms do not supersede sound underwriting. Hence, we typically have ESG margin ratchets in the +/- 5bps-10bps range.

Overall, we see sustainability-linked loans as a means of incentivizing positive behavior and the fact that a company provides additional information on KPIs means we can track its ESG profile more closely than we might be able to otherwise.

Can you give us an example of how this works in practice?

Gerald: A software company which we financed with a sustainability-linked loan in 2020 is a good example. The ESG targets that were set for it include appointing a person responsible for the company's ESG strategy at board level; increasing its share of



“We see sustainability-linked loans as a means of incentivizing positive behavior and the fact that a company provides additional information on KPIs means we can track its ESG profile more closely than we might be able to otherwise.”

green energy; and increasing its proportion of women on the board. The targets were set so that they would each cover an E, S, and G dimension, address areas in which we believed the company could improve its ESG performance, and contribute to Partners Group's focus on issues related to climate change and D&I. The targets were set starting from 2022 up to the maturity of the loan.

How do you see sustainability-linked loans developing over time?

Gerald: These loans will likely become more commonplace. Currently, Europe is ahead of the US in terms of engagement on this topic. However, we're already seeing a shift in this direction among US private equity firms. We have been in conversations with a US private equity firm acquiring in Europe, for example, and when we have raised the idea of sustainability-linked loans, they have been open to a dialogue about ESG. As more of these loans are arranged and as more data starts to come back, we will see practice evolve – we

are only just starting to see information come through.

We actively look to bring up the topic of sustainability-linked loans in all of our European control transactions. LPs and regulators are asking for greater transparency on ESG across private markets, including private debt, and our approach with sustainability-linked loans is helping us to engage further and align with portfolio companies, sustaining their strategy and collecting sustainability information.

Important information

The information contained in this Q&A Sheet has not been independently verified. Partners Group (the "Company") is not under any obligation to update or keep current the information contained herein. Accordingly, no representation or warranty or undertaking, express or implied, is given by or on behalf of the Company or any of their respective members, directors, officers, agents or employees or any other person as to, and no reliance should be placed on, the accuracy, completeness or fairness of the information or opinions contained herein. Nothing herein shall be relied upon as a promise or representation as to past or future performance. Neither the Company nor any of their respective members, directors, officers or employees nor any other person accepts any liability whatsoever for any loss howsoever arising from any use of this Q&A Sheet or its contents or otherwise arising in connection with the Q&A Sheet.

This Q&A Sheet includes forward-looking statements, beliefs or opinions, including statements with respect to plans, objectives, goals, strategies, estimated market sizes and opportunities which are based on current beliefs, expectations and projections about future events. The words "believe," "think," "expect," "anticipate," "estimate," "will," "may," "should" and similar expressions identify forward-looking statements. The forward-looking statements in this Q&A Sheet are based upon various assumptions, many of which are based, in turn, upon further assumptions, including, without limitation, management's examination of data available from third parties. Although the Company believes that these assumptions were reasonable when made, these assumptions are inherently subject to significant uncertainties and contingencies which are difficult or impossible to predict and are beyond its control, and the Company may not achieve or accomplish these expectations, beliefs or projections. Neither the Company nor any of its members, directors, officers, agents, employees or advisers intend or have any duty or obligation to supplement, amend, update or revise any of the forward-looking statements contained in this Q&A Sheet. The information and opinions contained herein are provided as at the date of the Q&A Sheet and are subject to change without notice.

Partners Group is a leading global private markets firm. Since 1996, the firm has invested USD 185 billion in private equity, private real estate, private debt, and private infrastructure on behalf of its clients globally. Partners Group seeks to generate strong returns through capitalizing on thematic growth trends and transforming attractive businesses and assets into market leaders. The firm is a committed, responsible investor and aims to create sustainable returns with lasting, positive impact for all its stakeholders. With USD 131 billion in assets under management as of 30 June 2022, Partners Group provides an innovative range of bespoke client solutions to institutional investors, sovereign wealth funds, family offices and private individuals globally. The firm employs more than 1,600 diverse professionals across 20 offices worldwide and has regional headquarters in Baar-Zug, Switzerland; Denver, USA; and Singapore. It has been listed on the SIX Swiss Exchange since 2006 (symbol: PGHN).



Twelve Capital

Insurance Private Debt: Private Versicherungsnachträge im institutionellen Portfolio

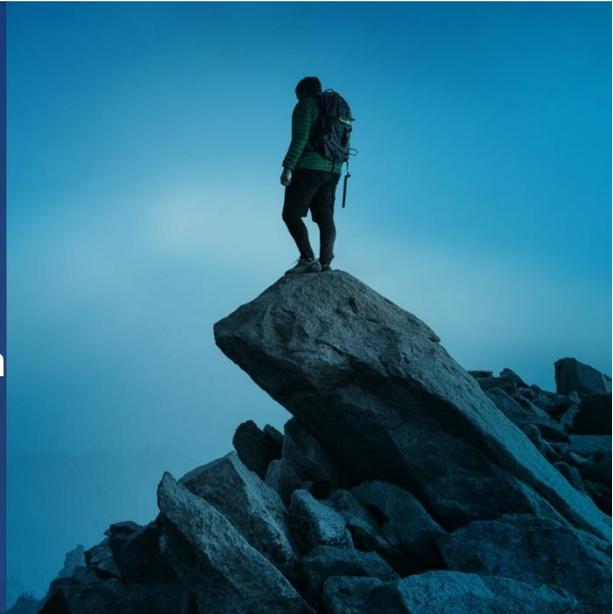


Twelve Capital ist ein unabhängiger Investment Manager mit Fokus auf Versicherungsanlagen für institutionelle Kunden. Das Angebot deckt die gesamte Bilanz ab und beinhaltet Insurance Bonds, Insurance Private Debt, Cat Bonds, Private Insurance-Linked Securities und Equity. Best Ideas ist eine weitere Strategie, nach der die Firma Portfolios aufsetzt. Ihre Fondslösungen schaffen eine engere und bessere Beziehung zwischen der Versicherungswelt und dem Kapitalmarkt. Das Unternehmen wurde im Oktober 2010 gegründet und liegt im Mehrheitsbesitz der Mitarbeiter. Twelve Capital hat Büros in Zürich, London und München.

Insurance Private Debt

Private Versicherungs-
nachträge im institutionellen
Portfolio

Oktober 2022



info@twelvecapital.com – www.twelvecapital.com –  [Folgen Sie uns](#) auf LinkedIn

Marketingmaterial nur für professionelle/qualifizierte Anleger

Zusammenfassung

- Insurance Private Debt bei Twelve Capital zielt darauf ab, Illiquiditäts- und Kreditprämien durch Investitionen in Anleihen kleiner und mittlerer Versicherer in Europa, Bermuda oder den USA zu erzielen
- Der Versicherungssektor ist komplex und es gibt hohe Einstiegsbarrieren für nicht spezialisierte Investoren, vor allem abseits der grossen Emittenten
- Seitens der Versicherungsindustrie besteht eine wachsende Nachfrage nach Kapital und es gibt nur wenige spezialisierte Kreditgeber in diesem Bereich – was dazu beiträgt, dass hier interessante Renditen erwirtschaftet werden können
- Versicherer haben sich in der Krise als widerstandsfähig erwiesen und profitieren tendenziell von steigenden Zinsen
- Twelve Capital hat neun Jahre Erfahrung im Bereich Insurance Private Debt, verfügt über umfassende Fachkenntnisse und verfolgt einen bilanzübergreifenden Investitionsansatz

Einleitung

Twelve Capital konzentriert sich bei der Insurance Private Debt Strategie auf Anleihen von kleineren und mittelgrossen Versicherungsunternehmen in Europa, Bermuda und den USA. In diesen entwickelten Märkten sind mehr als 10'000 Versicherungsunternehmen unter klar definierten regulatorischen Rahmenbedingungen tätig. Diese Versicherungen haben unserer Ansicht nach einen erheblichen und insbesondere wachsenden Kapitalbedarf.

Kleinen Versicherungsunternehmen fehlt es oft an Zugang zu den Kapitalmärkten und auch an der entsprechenden Erfahrung. Diese Gesellschaften sind daher auf privates Kapital und spezialisierte Kreditgeber angewiesen, um ihren regulatorischen Kapitalbedarf oder das Wachstum zu finanzieren. Während die Nachfrage nach Kapital mit der Konsolidierung des Sektors und den regulatorischen Änderungen in den letzten Jahren zugenommen hat, ist der Zugang zum Finanzmarkt nach der Finanzkrise 2007/2008 sogar noch eingeschränkt worden.

Twelve Capital ist überzeugt, dass Private Debt im Versicherungsbereich Anlegern attraktive Renditen und gute Diversifikation in einem defensiven Sektor bietet. Mit einem Team von rund 50 Versicherungs- und Anlageexperten verfügt Twelve Capital über ein umfassendes Fachwissen und hat einen ganzheitlichen Ansatz für Investitionen in Versicherungen entwickelt. Dieses umfassende Fachwissen hilft

beim Sourcing und der Analyse von privaten Versicherungsanleihen.

Darüber hinaus sind wir der Meinung, dass Investitionen in den Versicherungssektor dazu beitragen, die ESG-Merkmale eines Portfolios zu verbessern, da der Sektor im Vergleich zu anderen Unternehmenssektoren proaktiv den Klimawandel adressiert. Zudem hat der Versicherungssektor eine wichtige gesellschaftliche Rolle, indem Risiken für eine breite Bevölkerung tragbar werden. Versicherungsgesellschaften weisen generell eine gute Governance Struktur auf.

Warum brauchen Versicherungsunternehmen Finanzierung?

Versicherungsunternehmen sind stark reguliert und müssen zur Risikoübernahme über Kapitalreserven verfügen, die über dem jeweiligen unternehmensspezifischen regulatorischen Minimum liegen. Darüber hinaus verfolgen Rating Agenturen wie S&P Global, Moody's oder die auf Versicherungen spezialisierte AM Best andere Ansätze und verlangen möglicherweise zusätzliches Kapital für bestimmte Risiken (z. B. für Extremereignisse wie Naturkatastrophen).

In den letzten Jahren sind die Kapitalanforderungen weltweit gestiegen. In der Regel umfassen diese sowohl die Aktiv- als auch die Passivseite der Versicherungsbilanz und erfassen

somit sowohl die Anlagerisiken als auch die Risiken aus dem Versicherungsgeschäft. Die kleinen und mittelgrossen Emittenten, auf die unsere Private Debt Strategie vor allem abzielt, sind oft benachteiligt, da sie weniger gut diversifiziert sind. Zudem verwenden diese Gesellschaften meist extern vorgegebene Standardansätze und nicht interne Modelle, für deren Entwicklung primär die grossen Unternehmen genügend Ressourcen haben.

Um die regulatorischen Kapitalanforderungen zu erfüllen, greifen Versicherer auf eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital zurück. Auch proportionale Rückversicherungsverträge wie die Quotenrückversicherung können zur Verringerung der Kapitalanforderungen eingesetzt werden. In der Vergangenheit war der Einsatz von Fremdkapital gering: die Verschuldungsquoten liegen im Bereich von nur 25% (gemessen als Gesamtverschuldung im Verhältnis zum gesamten Kapital). Dies ist ein klarer Pluspunkt für die Kreditgeber des Sektors, da die Kreditnehmer bei Bedarf die Verschuldung erhöhen können.

Da Versicherungsunternehmen aufgrund ihres Cashflow Profils keine kurzfristige Finanzierung benötigen – ein Thema, auf das wir im nächsten Abschnitt eingehen – werden meist nachrangige Fremdfinanzierungsinstrumente eingesetzt. Nachrangige Schuldtitel gelten als aufsichtsrechtliches Kapital und schützen die Versicherungsnehmer für den Fall, dass die technischen Rückstellungen zur Schadensdeckung nicht ausreichen.

Nachrangige Schuldtitel können hinsichtlich Verlustabsorption und der Priorität im Falle einer Liquidation unterschiedlich strukturiert sein. Twelve Capital analysiert die Risiken, die sich daraus ergeben, genau und investiert im Rahmen seiner Strategie für private Versicherungsnachträge fast ausschliesslich in Instrumente mit festen Laufzeiten, bei denen das Verlustrisiko für den Anleger auf den Fall einer Liquidation des Emittenten beschränkt ist. Solange der Geschäftsbetrieb fortgeführt wird (Going Concern Annahme) sollte es keine Kapitalverluste geben. Ausserdem bevorzugen wir variabel verzinsliche Kupons, um das Zinsrisiko zu verringern.

Die Strukturen der Versicherungskonzerne in den USA unterscheiden sich von denen in Europa. In den USA investiert Twelve Capital auch in vorrangige Schuldtitel mit kürzerer Laufzeit, die von Versicherungsholdinggesellschaften begeben werden. Dies erfolgt aufgrund einer weniger strengen aufsichtsrechtlichen Kontrolle, die den Versicherern mehr Spielraum lässt, sich über verschiedene Formate zu finanzieren.

Der bestehende Markt für private Versicherungsanleihen ist gross und wächst weiter. Basierend auf Bloomberg-Daten beobachten wir allein in Europa, auf den Bermudas und in den USA etwa 300 kleinere Transaktionen. Diese haben ein kumuliertes Volumen von fast EUR 30 Mrd. Diese Transaktionen machen jedoch nur einen Bruchteil des Marktes aus, da viele nicht auf Bloomberg publiziert werden.

Abbildung 1: Ein grosser und wachsender Markt in entwickelten Ländern



Quelle: Bloomberg, Twelve Capital. Per 19. September 2022. Nominalwerte in EUR. Kupons in lokaler Währung.

Ein komplexer Sektor, der die Expertise eines spezialisierten Vermögensverwalters erfordert

Investitionen in den Versicherungssektor erfordern nach Ansicht von Twelve Capital ein aktives Portfoliomanagement mit speziellen Kenntnissen. Versicherer weisen spezifische Cashflow Profile auf und unterliegen speziellen Rechnungslegungsvorschriften. Sie sind zudem aufsichtsrechtlich reguliert und zeigen sehr unterschiedliche Dynamiken in den einzelnen Ländern und Teilsektoren.

Diese Merkmale kommen der Kreditwürdigkeit zugute und erhöhen die Widerstandsfähigkeit des Versicherungssektors. Darüber hinaus haben Komplexität und hohe Eintrittsbarrieren den Wettbewerb für Transaktionen eingeschränkt und dazu beigetragen, dass nach wie vor interessante Renditen erwirtschaftet werden können.

Bei der näheren Betrachtung dieser verschiedenen Aspekte ist es wichtig, zunächst das Cashflow Profil der Versicherer hervorzuheben. Anders als die meisten Unternehmen benötigen Versicherer keine Mittel zur Finanzierung von Forschung, Entwicklung und Produktion. Vielmehr erhalten sie im Voraus die Prämienzahlungen von den Versicherungsnehmern und müssen nur im Schadensfall zu einem späteren Zeitpunkt eine Auszahlung von Barmitteln vornehmen. In der Zwischenzeit werden die Prämien investiert, wobei die Erträge ganz oder teilweise beim Versicherer verbleiben und somit eine zusätzliche Einnahmequelle sind. Aus diesem Grund benötigen Versicherer keine kurzfristige Liquiditätsfinanzierung und weisen in den meisten Fällen Bilanzen ohne oder nur mit sehr geringen vorrangigen Schulden auf. Das bedeutet, dass nachrangige Anleihegläubiger im Falle einer Liquidation unmittelbar nach den Versicherungsnehmern bedient würden.

Versicherer unterliegen spezifischen Rechnungslegungsvorschriften, die geschaffen wurden, um der besonderen Natur des Geschäfts angemessene Rechnung zu tragen. Die Einführung von IFRS 17 im Jahr 2023 wird unter anderem die Art und Weise verbessern, wie Marktbewegungen bei Vermögenswerten und Verbindlichkeiten dargestellt werden und hoffentlich die Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen vereinfachen. Vorschriften wie diese wurden nach und nach entwickelt und auch die Regulierungsaufsicht wurde gestärkt,

was im Laufe der Zeit das Risikomanagement verbesserte und so das Risiko auf der Aktivseite verringert und die Eigenkapitalanforderungen insgesamt erhöht hat.

Schliesslich ist es wichtig zu erkennen, dass der Versicherungssektor in den einzelnen Ländern und Teilsektoren grosse Unterschiede aufweist. Diese sind unter anderem auf unterschiedliche Produkte, unterschiedliche Steuersysteme, obligatorische Versicherungen sowie auf unterschiedliche Markt- und Vertriebsdynamiken zurückzuführen:

- Steigende Zinssätze wirken sich positiv auf die Kreditqualität des Sektors aus. Wir sind der Meinung, dass die traditionellen Lebens- und Sparversicherer am stärksten von steigenden Zinsen profitieren. Innerhalb dieses Segments sehen wir die französischen Lebensversicherer am besten positioniert.
- Während die Inflation in der Regel eine Herausforderung für den gesamten Sektor darstellt, sind Nichtlebensversicherer für Privatkunden am stärksten davon betroffen. Unter ihnen sind die Kfz-Versicherer unserer Meinung nach am anfälligsten, insbesondere diejenigen, die in wettbewerbsintensiven Märkten wie Grossbritannien tätig sind.
- ESG ist ein Schlüsselthema für den Sektor. Wir sind der Ansicht, dass grosse Mehrspartenanbieter von den Anlegern genau beobachtet werden und daher sensibler auf ESG-Themen reagieren.

Diese Merkmale tragen dazu bei, dass Anleger durch eine Allokation in verschiedene Regionen und Sparten des Sektors ein erhebliches Diversifikationspotential nutzen können. Auf der anderen Seite verringern sie jedoch auch die Attraktivität des Sektors für generalistische Anleger, da die internen Ressourcen für ein entsprechendes Verständnis sowie erforderliche Analysen der einzelnen Versicherungssegmente häufig nicht ausreichen.

Warum Twelve Capital und worauf zielt die Strategie ab?

Ziel ist es, Kredit- und Illiquiditätsprämien für Investoren zu erzielen, indem Twelve Capital in bilaterale und im kleinen Kreis syndizierte Transaktionen investiert. Twelve Capital gehört zu den ersten Investment Managern mit dieser Strategie, die sich auf Investitionen in private Versicherungsnachfrage konzentriert haben. Wir verfolgen dabei einen bilanzübergreifenden Ansatz.

Abbildung 2: Twelve Capital Anlageprozess



Quelle: Twelve Capital.

Darstellung dient nur zu Illustrationszwecken. Dies spiegelt nicht die tatsächliche Portfoliokonstruktion wider.

Twelve Capital verfügt über einen robusten mehrstufigen Anlageprozess, bei dem die Transaktionen vor der Aufnahme in das Portfolio eine Triage-Phase sowie eine detaillierte Kredit- und rechtliche Due Diligence Prüfung durchlaufen. ESG-Aspekte und ein ganzheitliches Risikomanagement sind Teil des Prozesses vom Sourcing bis zum Portfoliomanagement. Das Verhältnis von angenommenen zu abgelehnten Transaktionen liegt bei etwa 2/8. Dennoch ist Twelve Capital bestrebt, auch mit Unternehmen, die es nicht in die endgültige Investitionsphase geschafft haben, langfristige Beziehungen aufzubauen und zu unterhalten. Verbesserungen der Kreditwürdigkeit oder veränderte Marktbedingungen können dazu führen, dass Investitionsentscheidungen im Laufe der Zeit wieder neu überdacht werden.

Die Differenzierungsmerkmale von Twelve Capital liegen im Sourcing, der Analyse und Strukturierung, der ESG-Bewertung sowie dem Portfolio- und Risikomanagement.

- **Sourcing:** Sourcing ist bei Twelve Capital breit aufgestellt. Dank der jahrzehntelangen Erfahrung unseres Teams bei Versicherungsunternehmen, Rating Agenturen, Sell Side Desks, Wirtschaftsprüfern und Brokern können wir auf langjährige direkte Kontakte innerhalb des Versicherungssektors zurückgreifen. Darüber hinaus steht unser Trading Desk täglich in Kontakt mit einem weit verzweigten Netzwerk von Banken, die häufig

Universalbankbeziehungen zu Versicherern unterhalten, diesen aber keine langfristigen Finanzierungen anbieten können. Schliesslich werden uns, dank der starken Präsenz von Twelve Capital im Bereich verbriefter Versicherungsrisiken («Insurance-Linked Securities») von Maklern potentielle Private Debt Investitionsmöglichkeiten vorgestellt.

- **Analyse und Strukturierung:** Twelve Capital hat ein proprietäres Modell für die Bonitätsbewertung entwickelt, das konsequent auf alle festverzinslichen Anlagen angewandt wird und sechs Schlüsselbereiche des Kreditrisikos abdeckt: Wettbewerbsposition, Finanzmarktanlagen, Kapital und Solvenz, operative Leistung, finanzielle Flexibilität, Management und andere qualitative Faktoren. Darüber hinaus werden auch die Strukturen der Anleihen analysiert, einschliesslich der Verlustabsorptionsfähigkeit von Darlehensbetrag und des Kupons. Die Kombination beider ergibt ein Rating, welches sowohl für Investitionsentscheidungen als auch das Risikomanagement relevant ist. Das Rating wird verwendet, um die Renditeaussichten abzüglich der erwarteten Ausfallkosten jeder Investition zu bewerten und somit zu beurteilen, ob diese einen positiven Beitrag zum Portfolio leistet.
- **ESG-Bewertung:** ESG war schon immer eine Schlüsselkomponente des Investitionsansatzes von Twelve Capital. Wir haben einen eigenen ESG-Ratingrahmen entwickelt,

der darauf abzielt, die wichtigsten Risiken auf der Grundlage von 17 Parametern zu bewerten. Die Bewertungen basieren dabei auf externen Datenanbietern und internem Fachwissen. Wir arbeiten aktiv mit Emittenten zusammen, um deren ESG-Kennzahlen zu verbessern.

- **Portfolio- und Risikomanagement:** Twelve Capital strebt aktiv eine kontinuierliche Optimierung seiner Private Debt Portfolios an. Dies ist insbesondere bei Club-Deals mit einer gewissen Sekundärmarktliquidität relevant. Sekundärmarktgeschäfte ermöglichen dabei eine Feinabstimmung der Engagements und eine Neugewichtung der Risiken. In einigen Fällen kann eine opportunistische Allokation zu liquideren Wertpapieren die Rendite durch korrektes Markt Timing in Zeiten engerer Spreads steigern.

Warum private Schuldtitel von Versicherungen eine interessante Anlageklasse für Investoren sind

Twelve Capital ist der Ansicht, dass Investitionen in private Versicherungsanleihen die Allokation in Anleihen eines Anlegers diversifizieren und somit das Rendite Risiko Profil verbessern können. Wir strukturieren gut diversifizierte Portfolios sowohl nach Regionen als auch nach Geschäftsbereichen und investieren in einen Sektor, der sich in Zeiten von Finanzmarkt- und geopolitischen Turbulenzen als widerstandsfähig erwiesen hat. Das Kreditrisiko unserer Anlagen in private Schuldtitel hat sich während der Covid-19 Pandemie und der geopolitischen Spannungen im Jahr 2022 bisher als stabil erwiesen.

Abbildung 3: Diversifikation beim Versicherungsschutz



Quelle: Twelve Capital.

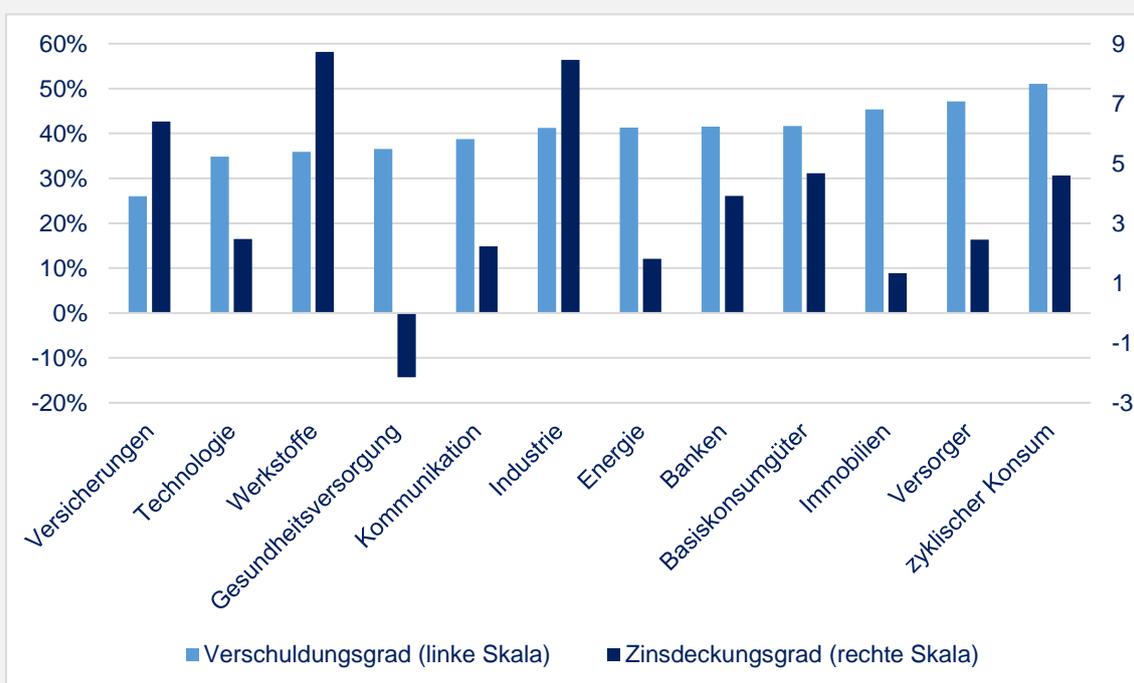
Eine geringe Korrelation zwischen den einzelnen Risiken ist bei der Portfoliozusammensetzung zentral. Wir diversifizieren zwischen Lebens-, Nichtlebens- und Krankenversicherungsgeschäft und investieren innerhalb jedes Teilssektors in verschiedene Geschäftsbereiche (z. B. Kraftfahrzeug- und Hausratversicherung, Sparen und Schutz). Von den Versicherern wird erwartet, dass sie sogenannte versicherungstechnische «Best-Estimate» Rückstellungen bilden, um potenzielle Schäden zu decken. Diese beruhen auf versicherungsmathemati-

schen Annahmen und Wahrscheinlichkeitsverteilungen. Zusätzlich zu den versicherungstechnischen Rückstellungen halten die Versicherer einen Kapitalpuffer, der durch lokale Vorschriften festgelegt wird. In Europa beispielsweise verlangt die Regulierung unter Solvency II, dass Versicherer genügend Kapital haben, um ein Ereignis mit einer Eintrittswahrscheinlichkeit von 1 zu 200 Jahren zu überstehen.

Der Versicherungssektor hat sich in verschiedenen Krisen als sehr widerstandsfähig erwiesen. Insbesondere sind wir der Ansicht, dass Anleger in private Versicherungsnachträge besser positioniert sind als Anleger, die hochverzinsliche Darlehen an Unternehmen vergeben, da die Verschuldungsquote der Versicherer niedriger ist, die Zinsdeckungsquote hoch und die zugrunde liegenden Geschäfte positiven Cashflow generieren. Diese Faktoren sind in einem Umfeld steigender Zinsen sehr wichtig,

da sie die finanzielle Flexibilität nicht einschränken und reichlich Liquidität aus dem operativen Geschäft für Fremdkapitalinvestoren übriglassen. Das nachstehende Diagramm, das auf Bloomberg-Daten für kleinere Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung zwischen EUR 200 Mio. und EUR 5 Mrd. basiert, zeigt, dass Versicherer im Vergleich zu anderen Sektoren den niedrigsten Verschuldungsgrad und das höchste Verhältnis zwischen bereinigtem EBIT und Zinsaufwendungen aufweisen.

Abbildung 4: Verschuldungsgrad und Zinsdeckungsgrad



Quelle: Bloomberg, Twelve Capital. Per 19. September 2022. Basierend auf zuletzt gemeldeten Jahreszahlen.

Ausserdem verfügt der Sektor über starke Kapitalpuffer. Das ökonomische Kapital betrug in den letzten zwei Jahren im Durchschnitt mehr als das Doppelte des von den lokalen Aufsichtsbehörden geforderten Betrags. Die gesunde Kapitalstruktur grosser Versicherer erstreckt sich weitgehend auch auf private Emittenten von Schuldtiteln, obwohl diese von niedrigeren Zinsen profitieren – ein Element, das in der Regel zur Verringerung der Kapitalanforderungen beiträgt.

In Anbetracht des aktuellen Umfelds sind wir der Ansicht, dass der Sektor gut positioniert ist, wenn die Zinsen weiter steigen, die Inflation

hoch bleibt und möglicherweise eine Rezession eintritt:

- Höhere Zinsen: Die Geschäftsergebnisse von Versicherern, insbesondere Lebensversicherern reagieren in der Regel positiv auf steigende Zinsen, da sie höhere Anlageerträge ermöglichen. Zudem steigen auch die Solvenzquoten, da die Anlageerträge wieder über Zinsgarantien, welche in der Vergangenheit abgegeben wurden, steigen.
- Inflation: Inflation ist zwar in der Regel negativ für den Sektor, aber wir glauben, dass sie für die meisten Geschäftszweige ein überschaubares Risiko darstellt. Dennoch wer-

den einige Teilbereiche wie die Kfz-Versicherer in Grossbritannien, wo die Weitergabe von Preiserhöhungen an die Versicherungsnehmer schwieriger ist, Auswirkungen auf die künftige Rentabilität sehen.

- Rezession: Wir glauben, dass Versicherungsprämien in einem rezessiven Umfeld defensiv aufgestellt sind. Viele Versicherungen sind obligatorisch, wie z. B. die Kfz-Haftpflichtversicherungen oder Hausrat- und Unfallversicherungen in einigen Ländern. Die Altersvorsorge, sofern sie nicht obligatorisch ist, profitiert davon, dass die Rolle des Staates bei der Sicherung des Alterseinkommens weiter abnimmt.

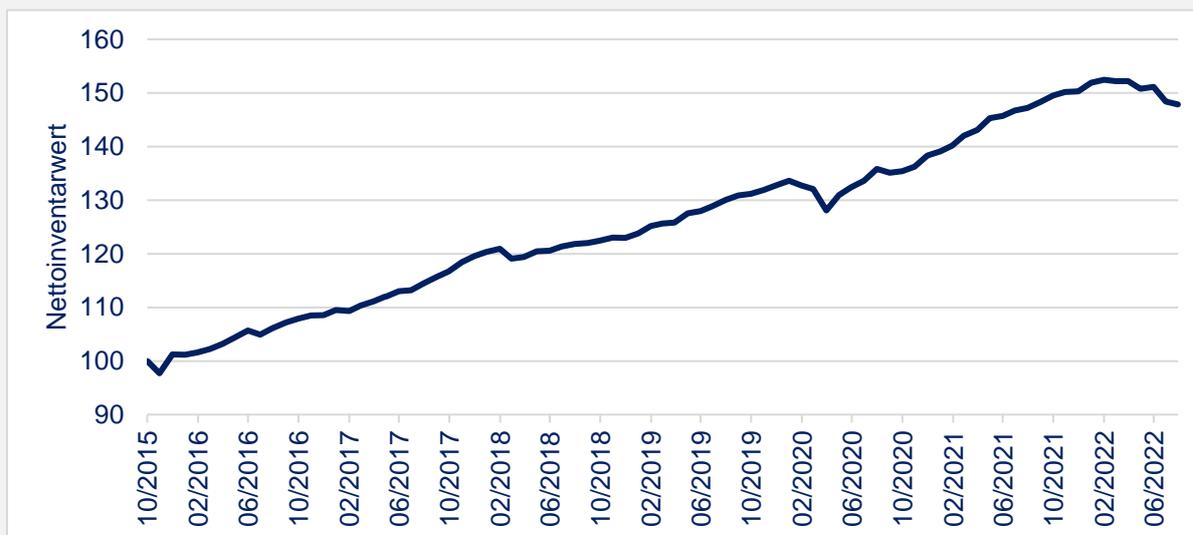
Vor allem aber können Anleger in privaten Versicherungsanleihen von attraktiven Kredit- und Illiquiditätsprämien profitieren. Diese variieren im Laufe der Zeit je nach Marktbedingungen, Transaktionsgrösse, Wettbewerb und Syndizierungsgrad. Diese Prämien können von ca. 100 Basispunkten für Transaktionen im hohen "BB"-Bereich (CUSIP Investment Grade) mit einer kleinen Anzahl von beteiligten Investoren und einer gewissen Sekundärmarktliquidität bis zu 500 Basispunkten und mehr für bilaterale Kredite mit einem gewissen Risiko reichen. Bei den von uns im Jahr 2022 bewerteten Transaktionen lag der durchschnittliche risikoadjustierte Spread gegenüber liquiden Anleihen grosser Versicherer bei rund 380 Basispunkten.

Vor dem Abschluss jeder Transaktion bewertet Twelve Capital die erwarteten Ausfallkosten auf Basis öffentlicher historischer Ausfallraten und Kennzahlen, um die erwartete Nettorendite jeder Transaktion mit der Portfoliozielrendite in Einklang zu bringen. Sobald eine Transaktion als wertsteigernd für das Portfolio erachtet wird, stellt der Portfoliomanager zudem sicher, dass sie einen positiven Beitrag zur Diversifikation nach Geschäftsbereichen und Geographien im Portfolio leistet und auch die Duration innerhalb der vorgegebenen Bandbreite bleibt.

Die historischen annualisierten effektiven Ausfallkosten für die von Twelve Capital verwalteten Private Debt Portfolios liegen seit ihrer Auflegung bei ca. 1,0%. Dies ist weitgehend vergleichbar mit den historischen Ausfallkosten für 10-jährige Unternehmensanleihen mit dem Rating "BB" (unter der Annahme einer Erlösquote von 50%), die unter Verwendung der historischen Ausfallraten und anderer Kreditkennzahlen von Moody's berechnet wurden.

Ein Beispiel für die in dieser Anlageklasse erzielbaren Renditen zeigt die nachstehende Abbildung, die die Wertentwicklung eines Portfolios aus Wertpapieren mit einem fiktiven ausstehenden Betrag von unter EUR 200 Mio. darstellt.

Abbildung 5: Beispielhafte Wertentwicklung Private Debt Portfolio



Quelle: Twelve Capital. Per 31. August 2022. Beispiel für ein von Twelve Capital verwaltetes Private Debt Portfolio, Zahlen seit Auflegung, Wertpapiere mit ausstehendem Nominalwert unter EUR 200 Mio. Gegenwert. Es handelt sich um Nettowerte, d.h. abzüglich Gebühren und Kosten. Vergangene Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die in den Fonds investierte Anlagesumme kann sowohl im Wert steigen als auch sinken, und Sie erhalten möglicherweise nicht den vollen investierten Betrag zurück.

Beispiele für bestehende Transaktionen und Möglichkeiten

Im Folgenden stellen wir einige Beispiele für Private Debt Transaktionen vor, die Twelve Capital in den letzten Jahren umgesetzt hat.

	Transaktion 1	Transaktion 2	Transaktion 3	Transaktion 4
Währung	USD	EUR	USD	EUR
Emissionsvolumen	15'000'000	30'000'000	160'000'000	50'000'000
Anzahl Investoren	Nur Twelve	Twelve + 1	Twelve + 4	Twelve + 2
Ranking der Position	Senior	Subordinated Tier 2	Subordinated Tier 2	Subordinated Tier 2
Ausgabejahr	2016	2022	2022	2015
Endfälligkeit	2026	2033	2027	2025
Art der Fälligkeit	Amortising	Callable	Bullet	Bullet
Art des Kupons	Floating	Variable	Fixed	Fixed
Kupon	3M + 8,00% + Gebühren	8,875%, Reset 2028	9,25%	7,25%
Internes Emissions-Rating	B	BB+	B+	BBB-
Hauptgeschäftszweig	Sachversicherung	Leben und Rente	Run-Off	Mehrsparten
Sitz des Emittenten	USA	Spanien	Bermuda	Niederlande
Geografischer Schwerpunkt	Florida	Kontinental-Europa	Global	Niederlande
Listung	Nicht gelistet (aber Euroclear)	Euronext Dublin	London	Nicht gelistet (aber Euroclear)

Der Markt für diese Art von Transaktionen wird weiter stark wachsen. In Europa, auf den Bermudas und in den USA gibt es über 10'000 regulierte Versicherungsunternehmen. Twelve Capital konzentriert sich auf diese Regionen, da es dort eine hohe Rechtssicherheit und eine starke Regulierung gibt, die einen klaren Rahmen für die Geschäftstätigkeit der Unternehmen und die Kreditvergabe durch Investoren bietet.

Aus der Angebotsperspektive sind nach Ansicht von Twelve Capital die wichtigsten Faktoren für weitere private Emissionen im Versicherungssektor:

- Weitere Marktkonsolidierung: ein Trend, der vor mehr als einem Jahrzehnt begann und sich unserer Ansicht nach fortsetzen wird.
- Das zunehmende Auftreten von Private Equity finanzierten Unternehmen, die versuchen, ihre Finanzierung von ihrem Sponsor zu diversifizieren.
- Die Einführung von Solvency II im Jahre 2016 und gleichwertigen Regelungen, die üblicherweise zu höheren und volatileren

Kapitalanforderungen führen und die Versicherer dazu zwingen, höhere Kapitalreserven zu halten.

- Das Auftreten von InsurTechs und innovativen Akteuren, die von der Start-up Phase in ein reiferes Entwicklungsstadium übergehen und ihre ursprüngliche Risikofinanzierung schrittweise ersetzen.

Da sich die Banken nach der Finanzkrise von 2008 nach und nach aus der langfristigen Kreditvergabe für regulierte Unternehmen zurückgezogen haben, sieht Twelve Capital zahlreiche Möglichkeiten für spezialisierte Kreditgeber. Dieser begrenzte Wettbewerb hat zudem dazu beigetragen, dass nach wie vor interessante Renditen erzielbar sind.

Wir gehen davon aus, dass sich diese Trends in den kommenden Jahren fortsetzen und die Anlagemöglichkeiten attraktiv bleiben werden.

Ein positiv auf ESG-Faktoren ausgerichteter Sektor

Als langfristig orientierter Investor war ESG für die Private Debt Strategie von Twelve Capital schon immer von Bedeutung. Die Bewertung und das Management von Umwelt-, Sozial- und Governance Risiken ist von grundlegender Bedeutung für die Werthaltigkeit einer Investition während ihrer Laufzeit.

Bei der Bewertung von ESG-Risiken ist es wichtig, beide Seiten der Bilanz eines Versicherungsunternehmens ganzheitlich zu betrachten, d. h. die Passivseite (um die eingegangenen Risiken zu bewerten) und die Aktivseite (um zu beurteilen, wie und wo die Investitionen eingesetzt werden).

Unserer Ansicht nach ist der Sektor gut aufgestellt. Tatsächlich weist er eine bessere Klimabilanz und einen grösseren Beitrag zu den Zielen für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen auf als der Grossteil der Wirtschaftssektoren. Kontroverse Aktivitäten sind generell nur von geringer Bedeutung und Versicherungsprodukte tragen grundsätzlich zur Stärkung der Widerstands- und Anpassungsfähigkeit gegenüber klimabedingten Gefahren und Naturkatastrophen bei und begünstigen die Wahrung und Weitergabe von Vermögen. Schliesslich impliziert die strenge Regulierungsaufsicht des Sektors insgesamt solide Governance Praktiken.

Twelve Capital vergibt für jedes Wertpapier, in das investiert wird, ein proprietäres ESG-Rating, das 17 Umwelt-, Sozial- und Governance Faktoren umfasst. Dabei stützen wir uns sowohl auf internes Wissen als auch auf einen anerkannten Drittanbieter von Daten. Darüber hinaus verfügt Twelve Capital über eine Stewardship Politik und hat sich verpflichtet im Namen seiner Kunden gehaltene Vermögenswerte nach bestem Wissen und Gewissen zu verwalten.

Es ist wichtig, darauf hinzuweisen, dass die Unternehmen, an die wir im Bereich Private Debt Kredite vergeben, in der Regel niedrigere ESG-Bewertungen aufweisen als grosse Unternehmen. Dies ist auch auf die geografische Aktivität der Unternehmen zurückzuführen. Wir stellen fest, dass Emittenten mit Sitz in den USA in der Regel bei ESG-Themen oder beim Geschäftsmix weniger vorausschauend sind, da

einige spezialisierte Akteure eher darauf ausgerichtet sind, Unternehmen mit höheren CO₂-Emissionen zu versichern. Andere sind aufgrund ihrer Grösse und beschränkteren Ressourcen für ESG, oder auch geringerem Investorendruck (noch) weniger ESG-sensitiv als andere.

Risikofaktoren

Eine Anlage in Insurance Private Debt ist mit verschiedenen Risiken verbunden, darunter:

- Konzentration des Kreditrisikos auf einen Wirtschaftszweig (z. B. die Versicherungsbranche)
- Gegenparteiausfallrisiko für Versicherungsgesellschaften
- Erhöhte Volatilität aufgrund der hohen Korrelation mit den Kreditmärkten in dem Masse, in dem Instrumente gehandelt werden
- Zinsrisiko, soweit Darlehen nicht auf variabler Zinsbasis vereinbart werden können
- Liquiditätsrisiko, sofern bestimmte Instrumente nicht rechtzeitig liquidiert werden können
- Bewertung von nicht gehandelten Instrumenten anhand von Modellen

Zusammenfassung

Twelve Capital ist der Ansicht, dass eine Allokation in private Versicherungsnachfrage gut für Anleger geeignet ist, die ihr festverzinsliches Portfolio auf einen diversifizierten und defensiven Teilssektor mit attraktiven risikobereinigten Renditen ausweiten wollen.

Die Komplexität des Sektors und die Art der Emittenten erfordern eine spezielle Expertise, die Twelve Capital dank seines Fachwissens, seiner langjährigen Erfolgsbilanz und seines ganzheitlichen Ansatzes für Investitionen im Versicherungssektor bieten kann.

Die Argumente für Private Debt Investitionen im Versicherungssektor sind solide und beruhen auf einem starken Wachstum der Finanzierungsnachfrage kleiner und mittelständischer Versicherer, einer robusten fundamentalen Kreditwürdigkeit, die positiv mit höheren Zinsen verbunden ist, und Engagements in Unternehmen, die zueinander weitgehend unkorreliert sind.

Autoren



Vittorio Sangiorgio
Executive Director
Head of Private Debt



Thomas Frey
Executive Director
Distribution Schweiz

Twelve Capital AG

Dufourstrasse 101
8008 Zürich, Schweiz
Tel.: +41 (0)44 5000 120

Twelve Capital (UK) Ltd

Moss House, 15-16 Brook's Mews
London W1K 4DS, United Kingdom
Tel.: +44 (0)203 856 6760

Twelve Capital (DE) GmbH

Theatinerstrasse 11
80333 München, Deutschland
Tel.: +49 (0)89 839316 110

info@twelvecapital.com
www.twelvecapital.com

Über Twelve Capital

Twelve Capital ist ein unabhängiger Investment Manager mit Fokus auf Versicherungsanlagen für institutionelle Kunden. Das Angebot deckt die gesamte Bilanz ab und beinhaltet Insurance Bonds, Insurance Private Debt, Cat Bonds, Private Insurance-Linked Securities und Equity. Best Ideas ist eine weitere Strategie, nach der die Firma Portfolios aufsetzt. Ihre Fondslösungen schaffen eine engere und bessere Beziehung zwischen der Versicherungswelt und dem Kapitalmarkt. Das Unternehmen wurde im Oktober 2010 gegründet und liegt im Mehrheitsbesitz der Mitarbeiter. Twelve Capital hat Büros in Zürich, London und München.

Haftungsausschluss

Dieses Material wurde von Twelve Capital AG, Twelve Capital (UK) Limited, Twelve Capital (DE) GmbH oder ihren verbundenen Unternehmen (kollektiv "Twelve Capital") erstellt. Dieses Material wird ausschließlich auf Anfrage zur Verfügung gestellt. Es ist für den Empfänger persönlich bestimmt und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Twelve Capital weder ganz noch teilweise reproduziert oder anderweitig verbreitet werden. Das Material ist nicht für Personen bestimmt, die aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnortes und den dort geltenden gesetzlichen Bestimmungen keinen Zugang zu solchen Informationen haben dürfen, da das Produkt möglicherweise in einigen Jurisdiktionen nicht zugelassen oder im Vertrieb eingeschränkt ist. Es liegt in der Verantwortung jedes Anlegers, sich selbst über solche Vorschriften und Beschränkungen zu informieren. Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial.

Diese Informationen wurden von Twelve Capital nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die hierin enthaltenen Informationen können jedoch auf Schätzungen beruhen und können daher nicht als verlässlich angesehen werden. Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Analysen und Ratings von Twelve Capital, inklusive der Solvabilität-II-Richtlinien Analyse, Twelve Capitals Kreditrating für Gegenparteien sowie das rechtliche Rating durch Twelve Capital, stellen die gegenwärtige Meinung von Twelve Capital dar und sind keine Tatsachenbehauptungen. Die Quelle für alle Daten und Grafiken (falls nicht anders angegeben) ist Twelve Capital. Twelve Capital übernimmt keine Haftung in Bezug auf unrichtige oder

unvollständige Informationen (unabhängig davon, ob sie aus öffentlichen Quellen stammen oder ob sie selbst erstellt wurden oder nicht).

Dieses Material ist weder ein Prospekt noch eine Aufforderung bzw. ein Angebot oder eine Empfehlung irgendeiner Art, beispielsweise zum Kauf bzw. zur Zeichnung oder zum Verkauf bzw. zur Rückgabe von Anlageinstrumenten oder zur Durchführung anderer Transaktionen. Die hier erwähnten Anlageinstrumente sind mit erheblichen Risiken verbunden, einschließlich des möglichen Verlustes des investierten Betrages, wie detailliert im Einzelnen in dem/den Emissionsprospekt(en) für diese Instrumente beschrieben ist, die auf Anfrage erhältlich sind. Anlagen in Fremdwährungen sind mit dem zusätzlichen Risiko verbunden, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verlieren kann. Anleger sollten sich über diese Risiken im Klaren sein, bevor sie irgendeine Entscheidung in Bezug auf diese Instrumente treffen. Die Informationen berücksichtigen nicht die persönlichen Verhältnisse des Anlegers und stellen daher lediglich eine werbliche Mitteilung und keine Anlageberatung dar. Anlegern wird daher empfohlen, alle erforderlichen rechtlichen, regulatorischen und steuerlichen Ratschläge zu den Konsequenzen einer Anlage in das Produkt einzuholen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis oder eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die dargestellte Wertentwicklung berücksichtigt nicht die bei der Zeichnung und Rücknahme von Anteilen anfallenden Provisionen und Kosten.

Es handelt sich um Marketingmaterial im Sinne von FIDLEG/MIFID.

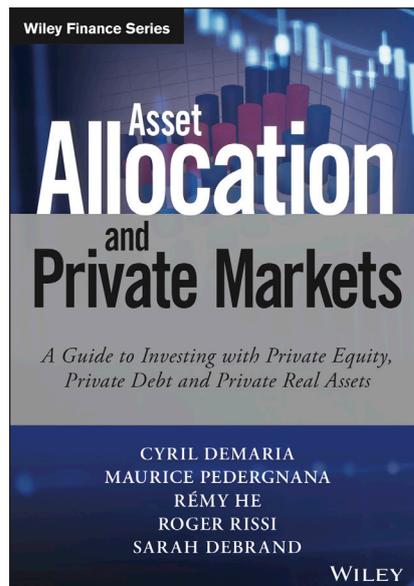
Hinweis für US-Anleger: Weder diese Informationen noch eine Kopie davon dürfen in die Vereinigten Staaten oder an US-Personen (im Sinne der Regulation S des US-Wertpapiergesetzes von 1933 in seiner geänderten Fassung) gesendet oder in den Vereinigten Staaten verteilt werden. Die hierin beschriebenen Produkte und Dienstleistungen dürfen weder direkt noch indirekt von US-Personen angeboten oder gekauft werden.

Twelve Capital AG ist von der Schweizer Aufsichtsbehörde FINMA als „Verwalter von Kollektivvermögen“ zugelassen. Twelve Capital AG ist in der Schweiz unter der Nummer 130.3.015.932-9 eingetragen, mit Sitz in: Dufourstrasse 101, 8008 Zürich. Twelve Capital (UK) Limited ist eine in England und Wales eingetragene Gesellschaft: Firmennummer 08685046, eingetragener Sitz: Moss House, 15-16 Brook's Mews, London, W1K 4DS. Twelve Capital (UK) Limited ist von der britischen Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassen und wird von ihr reguliert. Sie ist auch als Betreiber eines Rohstoffpools („CPO“) bei der U.S. Commodity Futures Trading Commission („CFTC“) registriert und ist in dieser Eigenschaft Mitglied der National Futures Association („NFA“). Solche Registrierungen und Mitgliedschaften bedeuten in keiner Weise, dass die FCA, die CFTC oder die NFA die Qualifikation von Twelve Capital (UK) Limited zur Erbringung der in diesem Dokument beschriebenen Beratungsdienste bestätigt haben. Twelve Capital (DE) GmbH ist von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Deutschland zugelassen und beaufsichtigt. Twelve Capital (DE) GmbH ist in Deutschland im Handelsregister (Amtsgericht München) unter HRB 252423 und mit Sitz Theatinerstrasse 11, 80333 München eingetragen.

© 2022 Twelve Capital. Alle Rechte vorbehalten

Recent SECA related and sponsored publications

For further publications, information and the possibility to order please see: www.seca.ch / Publications & Media



Support

SECA Private Debt



ALPINUM INVESTMENT MANAGEMENT