

November, 2021

Versicherer und Direktkredite: Diversifizierung, Performance und attraktive regulatorische Kapitalkosten

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

 **KARTESIA**

25
years of ESG

Über die Autoren

Marie Niemczyk

Head of Insurance Relations,
Candriam



Marie ist Head of Insurance Relations bei Candriam. In dieser Funktion überwacht und analysiert sie die Faktoren, die das Asset Management von Versicherern beeinflussen – einschließlich Markt-, Regulierungs-, Rechnungslegungs- und Nachhaltigkeitsfragen. Sie stellt sicher, dass versicherungsspezifische Anforderungen und Ziele in Anlagelösungen und -strategien integriert werden und arbeitet eng mit Versicherern zu zentralen Themen wie nachhaltigem Investieren zusammen.

Bevor sie 2018 zu Candriam kam, war Marie Insurance Strategy & Development Director bei AXA Investment Managers in Paris. Zuvor hatte Marie mehrere Positionen bei Fidelity in London, Frankfurt und Paris inne. Davor war sie Economist bei EY in London. Sie begann ihre Karriere 2004 als Research Associate bei The Advisory Board Company in Washington D.C..

Marie hat einen M.Sc. von der London School of Economics, einen B.A. vom Swarthmore College sowie IMC- und CISI-Qualifikationen.

Frantz Paulus

Head of Investor Relations,
Kartesia



Frantz ist für Fundraising und Investor Relations verantwortlich. Als er 2016 zu Kartesia stieß, war er bereits mehr als neun Jahre im Bereich Private Equity und sieben Jahre in Audit- und Transaktionsdienstleistungen tätig. Vor seiner Tätigkeit bei Kartesia gründete und leitete er die Sparte Co-Investments bei Crédit Agricole Private Equity. Damals investierte er in Buyout- und Wachstumskapitaltransaktionen in ganz Europa. Zuvor war er in einem auf das Gesundheitswesen spezialisierten Family Office tätig. Frantz Paulus begann seine Laufbahn als Wirtschaftsprüfer bei PwC in London, bevor er in die Abteilung Transaction Services in Paris wechselte, wo er die Due Diligence für Kapitalgesellschaften und Private-Equity-Fonds durchführte.

Versicherer und Direktkredite: Diversifizierung, Performance und attraktive regulatorische Kapitalkosten

Zusammenfassung: Maßgeschneidert

Anlagen in Direktkrediten können Versicherern relativ überzeugende Risiko-Rendite-Profile zu vergleichsweise niedrigen regulatorischen Kapitalkosten bieten.

Die Renditeaufschläge und Risikoquellen dieser Anlageklasse unterscheiden sich von vielen traditionellen börsennotierten Wertpapieren. Deshalb sind direkte Kredite nützliche Diversifizierungsinstrumente, wenn sie in ein Portfolio aufgenommen werden, in dem börsennotierte Anlageklassen für Liquidität sorgen. Als bis zur Endfälligkeit zu haltende Anlagen ohne öffentlichen Markt sind Direktkredite in der Regel nicht nach dem Marktwert angesetzt und weniger volatil.

Diese Eigenschaften führen dazu, dass Direktkredite für Versicherer eine gute Wahl sind. Um dieses Potenzial auszunutzen, sollten Versicherer über interne Investmentteams oder externe Vermögensverwaltungspartner verfügen, die über umfangreiche Beschaffungs-, Due-Diligence- und Deal-Monitoring-Kompetenzen verfügen. Diese Expertise ist erforderlich, weil Direktkredite komplex, uneinheitlich und privat sind.

Einleitung: Versicherer erwägen alternative Anlagen in ungewissem Niedrigzinsumfeld

In einem schwierigen Anlageuniversum ...

Das vergangene Jahrzehnt stellte europäische Versicherer und ihre Anlagen vor viele Herausforderungen. Angesichts niedriger und sogar negativer Zinsen war es schwierig, mit Kapitalanlagen Erträge zur Deckung der Verbindlichkeiten und zur Förderung des Wachstums zu erzielen. Auch heute noch stellen börsennotierte Investment-Grade-Instrumente einen beträchtlichen Anteil der Kernpositionen dar, wobei rund ein Drittel davon auf Staatsanleihen entfällt. Niedrigzinsen belasteten nicht nur die Kapitalerträge, sondern durch die Erhöhung des Barwerts der Verbindlichkeiten auch die Bilanzen.

Neue Regulierungen und Rechnungslegungsstandards machten das Umfeld noch komplizierter. Die Berücksichtigung der Solvency II-Anforderungen in der Vermögensverwaltung setzt erhebliche Ressourcen voraus, was bestimmte performanceorientierte Vermögenswerte in Bezug auf das regulatorische Kapital verteuerte.

- Das Paradigma für Kapitalanlagen umfasst sowohl Erwägungen betreffend das Rendite-/Risiko- als auch das Rendite-/regulatorische-Kapital-Verhältnis.

- Börsennotierte Versicherer, für die IFRS 9, der neue internationale Rechnungslegungsstandards für Finanzinstrumente, gilt, dürften eine stärkere Beziehung zwischen der kurzfristigen Volatilität der Anlagen und der Volatilität ihrer Gewinn- und Verlustrechnung verzeichnen, und suchen daher nach Lösungen mit niedriger Volatilität. Infolgedessen steigt das Interesse an diesen Anlagen.

Diese Herausforderung – die Identifizierung von Performancequellen im Rahmen regulatorischer Anforderungen – wurde durch geopolitische Ungewissheit und häufig volatile Märkte weiter verschärft. So schien es 2018 so, als ob die quantitative Lockerung möglicherweise zurückgefahren würde, doch 2019 wurden neue Anleihenkäufe und weitere Zinssenkungen vorgenommen. Die Prognosesicherheit wurde schlechter, während die Renditen der festverzinslichen Kernpositionen von Versicherern litten.

Da diese Veränderungen und Ungewissheiten die Weltwirtschaft und die Märkte in Mitleidenschaft zogen, wechselte die Stimmung der Anleger zwischen Worst-Case-Szenarien und optimistischeren Aussichten in nur wenigen Tagen. Die Märkte blieben unruhig.

Die Probleme zwischen den USA und China, der Brexit, die Spannungen mit dem Iran und soziale Fragen in mehreren europäischen Ländern führten bei risikoreicheren Anlageklassen zu einem Anstieg der Volatilität mit immer schnelleren und stärkeren Ausschlägen.

Diese Anlageschwierigkeiten erhöhten den Preis- und Margendruck in vielen Segmenten des Versicherungssektors und förderten Konsolidierungswellen.

Anschließend kam die beispiellose Covid-19-Krise und ihre tief greifenden Auswirkungen auf die Wirtschaft und die Finanzmärkte. Die Aussichten der Weltwirtschaft haben sich in den letzten Monaten zwar verbessert, aber die Geschwindigkeit der Erholung wird wahrscheinlich geografisch und nach Sektoren recht ungleichmäßig ausfallen und in hohem Maße von der Gesundheitspolitik und den Wirtschaftsprogrammen der einzelnen Staaten abhängen. Die Ungewissheit bleibt groß, insbesondere im Hinblick auf die Fortsetzung der expansiven Geldpolitik und des Zinsniveaus.

... wenden Versicherer sich neuen Renditequellen zu

In diesem Jahrzehnt der Herausforderungen suchen Versicherer nach neuen Renditequellen. Die Asset-Allokationen werden deutlich angepasst, die Portfolios sind diversifizierter. Zu den Kernpositionen an börsennotierten Anleihen, die den Verbindlichkeiten entsprechen und eine ausreichende Liquidität gewährleisten sollen, gehören zunehmend ausländische und außereuropäische Unternehmensanleihen sowie Cross-over- und High-Yield-Instrumente.

Die bedeutendsten Portfolioumschichtungen betrafen das performanceorientierte Segment. Versicherer haben ihre börsennotierten Aktienengagements diversifiziert und großes Interesse für alternative Anlagen, insbesondere nicht börsennotierten Instrumente, geweckt.

Insbesondere Private Debt ist ein wichtiges Diversifizierungsmittel und Teilersatz für bestimmte traditionelle börsennotierte Vermögenswerte geworden. Die gestiegene Nachfrage hat dazu geführt, dass bestimmte Private-Debt-Segmente, wie z.B. Konsortial- und vorrangige Bankkredite, überzeichnet sind.

Ein Teilsegment bietet Versicherern jedoch weiterhin ein attraktives Renditepotenzial, vergleichsweise niedrige regulatorische Kapitalkosten, begrenzte Volatilität und Portfoliodiversifizierung – ***Direktkredite***.

Die Rolle von Direktkrediten in Private Debt und Anleihen

Erfolg von Direktkrediten

Während der Finanzkrise 2007–2009 entstand die direkte Kreditvergabe als Alternative zu Bankkrediten. Diese Entwicklung wurde durch die anschließende Verschärfung der Regulierungsmaßnahmen noch verstärkt. Während der Krise trugen Versicherer und andere institutionelle Investoren dazu bei, den Mangel an Bankkrediten zu bewältigen, indem sie Konsortialkredite an den Sekundärmärkten kauften oder Kreditportfolios mit Abschlägen direkt von Banken erwarben. Daraufhin schränkte die strengere Regulierung die Kreditvergabe der Banken weiter ein. Der Baseler Akkord zwang die Banken, sich auf Stärke und Schutz ihrer Bilanzen zu fokussieren. Die Richtlinien sehen strengere Kapitalanforderungen für Kredite vor, was die Verfügbarkeit von Krediten, insbesondere für mittelständische Unternehmen und Unternehmen mit niedrigerem Rating, beeinträchtigte.

Institutionelle Investoren wurden zu immer wichtigeren Kreditgebern für die Realwirtschaft. Als traditionelle von Banken arrangierte Konsortialkredite oder vorrangige Darlehen immer schwieriger zu erhalten waren, wurden Kredite von Nichtbanken oder sogar direkt mit den Kreditnehmern arrangierte Darlehen zu einer dringend benötigten alternativen Finanzierungsquelle. Gleichzeitig waren Unternehmen, die erlebt hatten, wie die Bankkredite ausgetrocknet waren, bereit, höhere Zinsen für Kapital für Buy-outs, Akquisitionen, Wachstum, Refinanzierungen, Re-Kapitalisierungen oder andere Zwecke zu zahlen.

Für Versicherer machte Solvency II Anlagen in nicht bewertete Schuldtitel im Vergleich zu börsennotierten und bewerteten Schuldtiteln mit ähnlichen oder niedrigeren Renditeerwartungen in Bezug auf die Kapitalkosten vergleichsweise attraktiv.

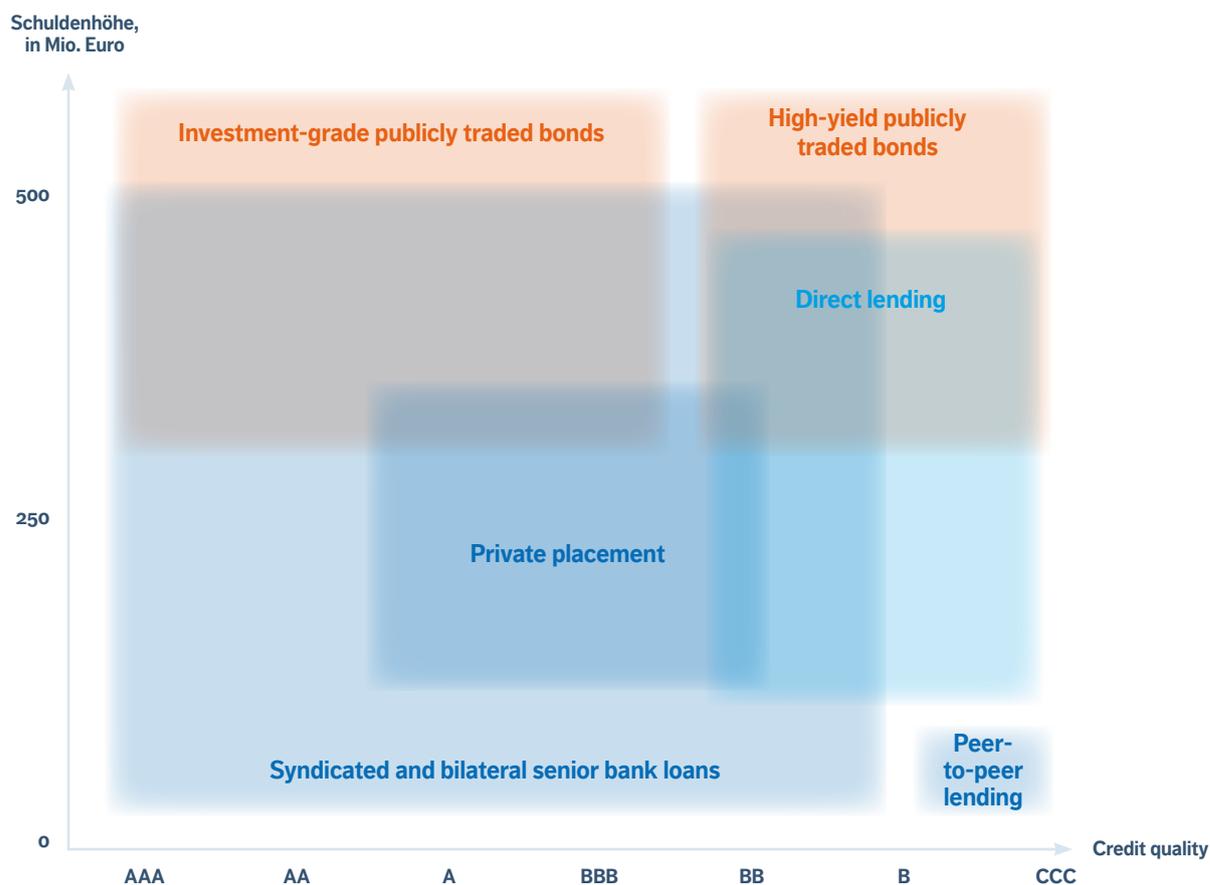
Direktkredite im Private-Debt- und Anleihenuniversum

Ein Blick auf die Position der Direktkredite in Private Debt und in der allgemeinen festverzinslichen Anlageklasse zeigt, welche Rolle Direktkredite in einem Versicherungsportfolio spielen können.

„Private Debt“ umfasst eine Reihe nicht börsennotierter Instrumente, einschließlich syndizierter und vorrangiger Kredite (oft von Banken arrangiert), Privatplatzierungen sowie Direktkredite, die in der Regel nicht von Banken vergeben werden. Die nachstehende Grafik vergleicht diese Private-Debt-Segmente auf der Basis des typischen Kreditrisikos und der Schuldenhöhe. Sie stellt auch die Positionierung von Direktkrediten gegenüber öffentlichen festverzinslichen Instrumenten wie

börsennotierte Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen dar. Direktkredite decken in erster Linie den Bereich Sub-Investment Grade mit einem Rating von BB bis CCC- ab, wobei die Deals in der Regel zwischen ca. 50 bis 500 Mio. Euro liegen.

Abbildung 1: Private-Debt-Marktsegmente



Source: Deloitte, industry sources, Candriam. March 2021. Simplified representation for illustrative purposes only.

Der Direktkredit überschneidet sich mit vorrangigen Bankkrediten, wie in Abbildung 1. dargestellt ist. Das Segment vorrangige Kredite bzw. Konsortialkredite ist jedoch gesättigt. In diesem Segment kam es auch zu einer Aufweichung der Covenants, wobei sogenannte „Covenant-light-Transaktionen“ in den Vordergrund rückten. Für Anleger erhöht dies die vergleichsweise Attraktivität von Direktkreditchancen.

Im Gegensatz zu Bankkrediten – und natürlich auch zu Investment-Grade- und hochverzinslichen Anleihen – gibt es keinen aktiven Markt für Direktkredite, was bedeutet, dass Anleger eine Illiquiditätsprämie erhalten. Im Vergleich zu hochverzinslichen Anleihen sind Direktkredite ohne Rating oft mit einer geringeren Eigenkapitalanforderung verbunden.

Weitere Erkennungsmerkmale

Direktkredite sind naturgemäß flexibel und anpassbar, mit Klauseln und Sicherheiten, die für jeden Deal einzeln ausgehandelt werden. Für viele dieser oft mittelständischen Kreditnehmer ist diese individuelle Anpassung ein entscheidender Vorteil.

Direkte Kreditgeschäfte haben jedoch eine Reihe von wesentlichen Merkmalen gemeinsam. In den meisten Fällen ist die Verzinsung variabel und die Laufzeit beträgt zwischen fünf und sieben Jahren. Die Verschuldung beträgt in der Regel bis zum Sechsfachen des Nettoverschuldung/EBITDA-Verhältnisses wird als Pauschale mit handelbarem Call-Schutz zurückgezahlt.

Ein besonders interessanter Teil des Bereichs Direktkredite besteht aus „sponsorlosen“ Transaktionen, d. h. Transaktionen mit Unternehmen, die nicht Eigentum von Private-Equity-Firmen sind. Am allgemeinen Anleihemarkt entfällt auf sponsorlose Transaktionen ein größerer Teil der gesamten Kreditvergabe als gesponserte Transaktionen. Versicherer, die in eine Direktkreditstrategie investieren wollen, haben also Zugang zu einem größeren Anlageuniversum, das für eine größere Auswahl sorgt, wenn sie sponsorlose Transaktionen einschließen. Ebenfalls ins Gewicht fällt, dass sponsorlose Transaktionen naturgemäß weniger Zwischenhändler haben. In vielen Fällen setzt dieses Merkmal eine umfassendere Kreditdokumentation sowie bessere Finanzierungsbedingungen und einen höheren internen Zinsfuß (IRR) für den Investor voraus. So vermeiden z. B. sponsorlose Transaktionen überlaufene Auktionsverfahren, bei denen mehrere potenzielle Kreditgeber mit niedrigeren Margen und günstigeren Konditionen konkurrieren.

Versicherer, die in Projekte ohne Private-Equity-Sponsor investieren, sollten mit Experten für Direktkredite zusammenarbeiten, die wissen, wie man diese Transaktionen identifiziert und managt. Erfolg bei sponsorlosen Direktkrediten setzt lokale Kompetenzen voraus, die gut vernetzt sind und vertrauensvolle Beziehungen zu den Kreditnehmern pflegen. In Ermangelung eines Private-Equity-Sponsors muss der Private Debt Manager über die Ressourcen und Fähigkeiten für eine gründliche Due Diligence verfügen und während der Laufzeit des Kredits über Mittel zur Unterstützung des Kreditnehmers bei Akquisitionen und anderen Angelegenheiten verfügen.

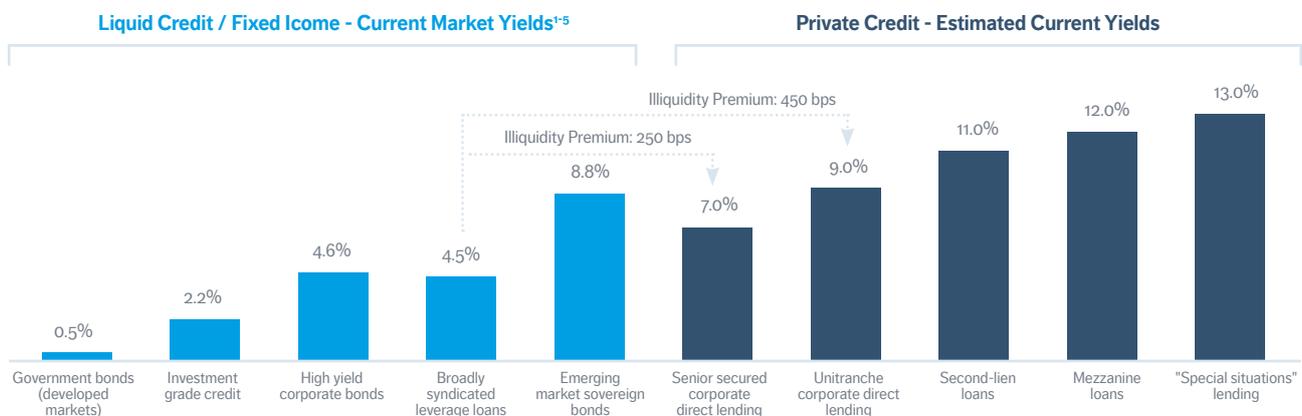
Vorteile für Kapitalanlageportfolios

Direktkredite bieten mehrere Vorteilen in einem Versicherungsportfolio: Attraktive Renditen mit relativ niedrigen regulatorischen Kapitalkosten und moderatem Risiko, geringe Volatilität und Diversifizierung. Viele Versicherer halten die Illiquidität angesichts dieser Vorteile für mehr als akzeptabel. Eine gut strukturierte Asset-Allokation, die durch ein solides Asset-Liability-Management unterstützt wird, ermöglicht den Versicherern in der Regel, illiquide Positionen in ihrem performanceorientierten Portfolio zu halten. Das Kernportfolio sollte ausreichend Liquidität zur Verfügung stellen, um Verbindlichkeiten nachzukommen.

Performancepotenzial

Je nach Kreditprofil des Emittenten, Hebeleffekten und anderen Faktoren bieten Direktkredite häufig eine Rendite von über 6 %, d. h. mehr als börsennotierte Anleihen mit ähnlichen Risikoprofilen. Diese Erträge machen die mangelnde Liquidität wett, denn ohne öffentlichen Markt halten Versicherer in der Regel die Instrumente länger. Die Illiquiditätsprämien fügen rund 100 bis 250 Basispunkte zu den Renditen vergleichbarer Konsortialkredite hinzu. Dank der Komplexität der Beschaffung und der Strukturierung können Kompetenzprämien von Managern die Renditen weiter steigern. Dementsprechend versprechen Direktkredite Versicherern möglicherweise Renditen, die mit denen börsennotierter High-Yield-Anleihen vergleichbar sind.

Abbildung 2: Relative erwartete Renditen nach Segment basierend auf Marktpreisen

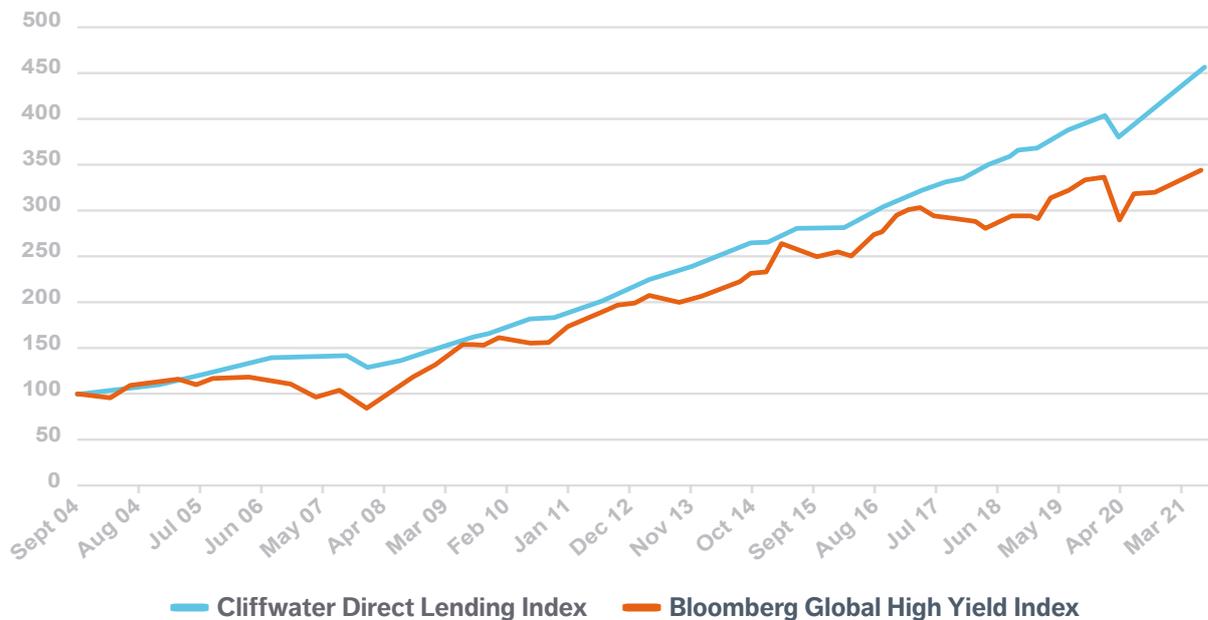


Quelle: Campbell Luytens, 2021.

1. All returns are expressed gross of any hypothetical fund management and performance fees, are unlevered and assume no defaults/losses. Contains estimates that are not intended to predict returns in any way
2. 10-year government bonds reflect the yield to worst on the S&P Global Developed Sovereign Bond Index (USD) as of 12 May 2021.
3. Investment Grade Credit reflects the yield to worst of the S&P 500 Investment Grade Corporate Bond Index as of 12 May 2021.
4. Broadly Syndicated Leveraged Loans from the S&P LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Index, yield to maturity as of 12 May 2021.
5. High Yield reflects the yield to worst on the S&P US High Yield Bond Index as of 12 May 2021. Emerging Market reflects the yield to maturity on the S&P Global Emerging Sovereign Inflation-Linked Bond Index (USD) as of 12 May 2021
6. All illiquid credit yields reflect Campbell Luytens's estimates based on private market observations.

Abbildung 3 veranschaulicht die Quartalsrenditen von Direktkrediten im Vergleich zu High-Yield-Anleihen seit 2004.

Abbildung 3: Vergleich der Renditen im Zeitverlauf nach Sektor



Quellen: Candriam, Cliffwater, Bloomberg

Cliffwater Direct Lending Index: Data downloaded from <http://www.cliffwaterdirectlendingindex.com/> on 11 October 2021.
Bloomberg Global High Yield Index: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® is a trademark and service mark of Bloomberg Finance L.P. and its affiliates (collectively "Bloomberg"). BARCLAYS® is a trademark and service mark of Barclays Bank Plc (collectively with its affiliates, "Barclays"), used under license. Bloomberg and Bloomberg's licensors, including Barclays, own all property rights in the Bloomberg Barclays Indices. Neither Bloomberg nor Barclays approves or endorses this material, or guarantees the accuracy or completeness of any information herein, or makes any warranty, express or implied, as to the results to be obtained therefrom and, to the maximum extent allowed by law, neither shall have any liability or responsibility for injury or damages arising in connection therewith.

Von entscheidender Bedeutung für Versicherer ist, dass **Direktkredite dieses Renditepotenzial in der Regel mit geringeren Risiken und niedrigeren aufsichtsrechtlichen Kapitalkosten** bieten.

Eine andere Art von Risikoprofil

Das Risikoprofil von Private Debt unterscheidet sich von dem der traditionellen börsennotierten Anleihen. Das primäre unverwechselbare Risiko von Private Debt ist das Liquiditätsrisiko. Da Direktkredite weniger zinssensitiv sind, kann Private Debt zur Diversifizierung des Zinsrisikos börsennotierter Schuldtitel in einem Portfolio eingesetzt werden.

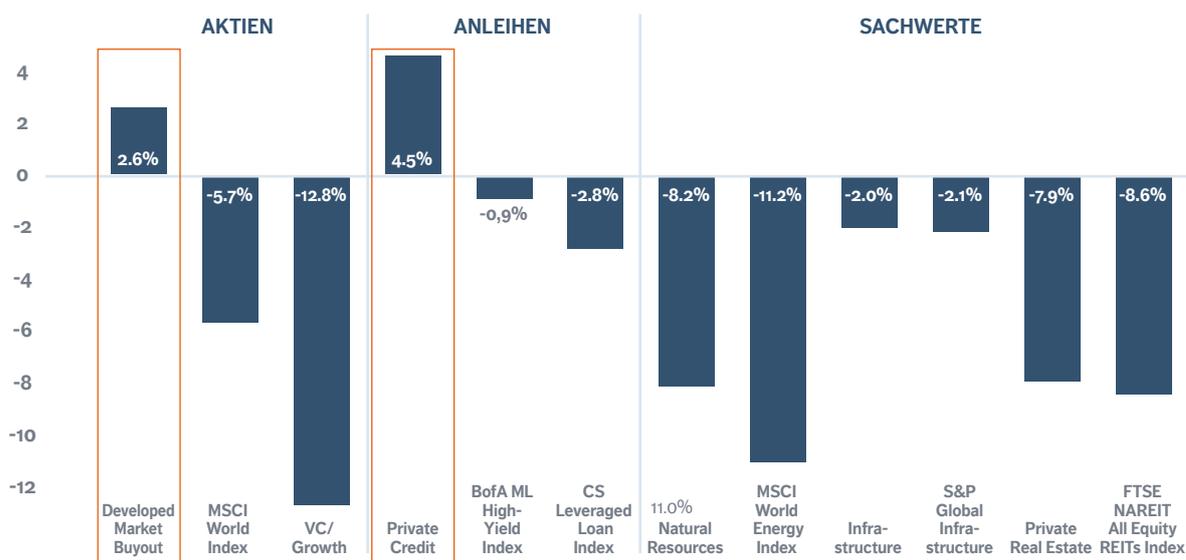
Direktkredite bieten hohe Transparenz, eine umfassende rechtliche Dokumentation und vertragliche Absicherung. Da Direktkredite nicht einheitlich sind und privat vergeben werden, gibt es kaum aussagekräftige Daten zu den aggregierten Ausfallraten. Die Geschichte zeigt jedoch, dass Direktkredite im Hinblick auf das Ausfallrisiko vorteilhaft sind. Für viele Anleger ist der Verlust nach Ausfall eine noch wichtigere Kennzahl als die Ausfallquote. Aufgrund der Qualität der

Direktkreditverträge sind solche Verluste in der Regel geringer als bei High-Yield-Anleihen. In der Tat sind Vermittler von Direktkrediten, z. B. spezialisierte Manager, für gründliche Due Diligence und strenge Vertragsbedingungen bekannt. Dies kann den Schutz vor Zahlungsausfällen und vor allem die Rückzahlungsquote verbessern. Es ist wichtig, dass die Versicherer sorgfältig auf die Fähigkeiten und die Erfolgsbilanz der Manager achten.

Abbildung 4 bietet einen allgemeinen Überblick über das Verlustrisiko von Private Debt in den Kategorien Private Credit und Buy-outs in Industriestaaten. Sie zeigt die **niedrigste** annualisierte Wertentwicklung über fünf Jahre im Vergleich zu anderen Anlageklassen im Zeitraum 1995–2020.

Abbildung 4: Abwärts-Performancerisiko ausgewählter Anlageklassen

**ANNUALISIERTE 5-JAHRES-PERFORMANCE
1995-2020**



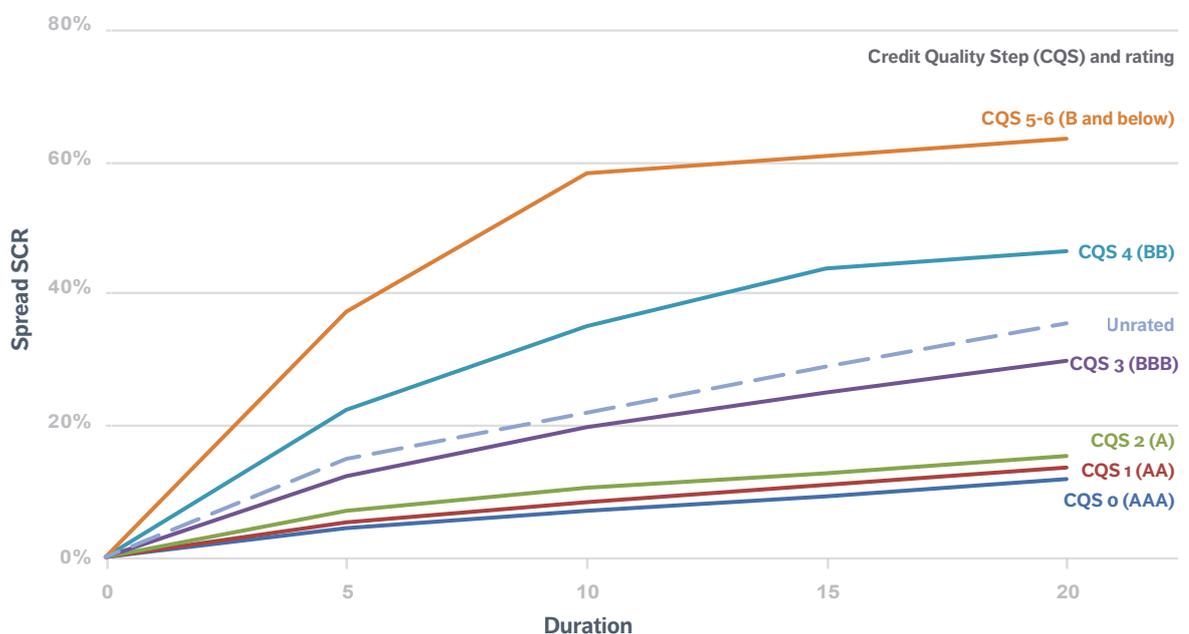
Quelle: Hamilton Lane, Market Overview: The "Real" Risk, 14. April 2021. Chart heruntergeladen von <https://www.hamiltonlane.com/en-US/Insight/07e30ecb-24b8-47f5-8538-971bd50b7bef/Market-Overview-The-Real%E2%80%9D-Risk> am 11. Oktober 2021.

Regulatorische Kapitalkosten

Das Risiko-Rendite-Potenzial für Direktkredite ist für Versicherer noch attraktiver, da die Anlage mit einem relativ niedrigen aufsichtsrechtlichen Kapitalbedarf verbunden ist. Im Rahmen von Solvency II hängt die Gesamtkapitalanforderung eines Schuldtitels zum Großteil von der Spread-SCR (Solvency Capital Requirement) ab. Die Spread-SCR wiederum hängt vom CQS (Credit Quality Step) des Instruments ab. Mit anderen Worten ist die Eigenkapitalanforderung eine Funktion des Kreditratings und der Laufzeit. Direktkredite werden im Allgemeinen nicht bewertet. Im Rahmen von Solvency II hat die „nicht bewertete“ Kategorie eine Spread SCR, die etwas höher ist als die von Anleihen mit BBB-Rating.

Das heißt, die regulatorische Eigenkapitalanforderung für Direktkredite ist ähnlich wie Anleihen mit Investment-Grade-Rating, während die Renditeerwartungen mit denen von hochverzinslichen Anleihen vergleichbar oder besser sind. Öffentlich gehandelte Hochzinsanleihen werden bewertet. Es entstehen daher, wie Abbildung 5 veranschaulicht, deutlich höhere Kapitalkosten. Da ein erheblicher Teil des Konsortialkredituniversums bewertet ist, weisen Direktkredite auch im Vergleich zu syndizierten Kreditanlagen einen Vorteil auf.

Abbildung 5: Regulatorische Kapitalanforderungen nach Rating



Quellen: Candriam, EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority).

Geringe Volatilität

Da es bei der direkten Kreditvergabe keine notierten Marktpreise gibt, ist sie von Natur aus eine Anlage mit geringer Volatilität. Die Volatilität börsennotierter Anlagen wird von Faktoren beeinflusst, die weit über die Fundamentaldaten hinausgehen, z. B. Stimmungsverschiebungen oder Ansteckung durch Marktbewegungen bei unabhängigen Vermögenswerten. Dies kann sich besonders kurzfristig bemerkbar machen. Direktkredite sind von solchen Bewegungen nicht beeinflusst und können bis zu einem gewissen Grad antizyklisch oder konjunkturunabhängig verwaltet werden, um die Renditen sowohl bei wirtschaftlicher Expansion als auch bei Rezession zu unterstützen.

Aufgrund der geringen Volatilität besitzen Direktkredite eine geringere Sensitivität gegenüber Zinserhöhungen und sind in der Regel nicht nach dem Marktwert angesetzt.

Dies ist besonders für Versicherer interessant, die die ausgewiesene Volatilität ihrer Anlagen begrenzen wollen. Europäische börsennotierte Versicherungsgesellschaften, für die IFRS 9 gilt, müssen immer mehr Anlagen erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert bilanzieren. Bei dieser Methode wirken sich Schwankungen des Zeitwerts einer Anlage auf den Gewinn und Verlust des Versicherers während der gesamten Laufzeit aus, da die Wertzuwächse und -verluste direkt in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst sind, auch wenn sie nicht realisiert werden. Für Versicherer, die über diesen Effekt in ihrer Berichterstattung besorgt sind, ist die geringe Volatilität der Direktkredite attraktiv.

Diversifizierung, Diversifizierung, Diversifizierung

Die Einbeziehung von Direktkrediten in die Asset-Allokation kann die **Kapitalanlagen besser diversifizieren**. Die Korrelation zwischen traditionellen Anlageklassen hat in den letzten zehn Jahren zugenommen, insbesondere bei Marktstress, wenn die eine Dekorrelation besonders nötig ist. Eine effektive Diversifizierung wird immer wichtiger, ist jedoch immer schwieriger zu erreichen.

Die direkte Kreditvergabe weist eine geringe Korrelation mit den meisten börsennotierten Vermögenswerten auf, die einen wichtigen Teil der Portfolios von Versicherern darstellen. Direktkredite **diversifizieren auch Renditequellen**, weil sie Illiquiditäts- und Kompetenzprämien für Manager hinzufügen. Diese Aufschläge ergänzen andere Ertragsquellen traditioneller Anlageklassen wie Kreditqualität, Zinssätze, Inflation und Aktienperformance. Die meisten Direktkredite sind variabel verzinsliche Transaktionen und können somit dazu beitragen, das Zinsrisiko festverzinslicher Instrumente börsennotierter Unternehmen abzufedern.

Direktkredite bieten auch **eine Diversifizierung der Emittenten**, da das Universum der Unternehmen, die Direktkredite aufnehmen, viele – insbesondere mittelständische Unternehmen – umfasst, die nicht über börsennotierte festverzinsliche Wertpapiere oder sogar syndizierte Kredite zugänglich sind. Direktkredite sind für diese Unternehmen häufig ein attraktiveres Angebot, da sie für Flexibilität und schnelle Umsetzung sorgen.

Umsetzung einer Direktkreditanlage

Die Frage der Liquidität

Die Vorteile von Direktkreditanlagen haben den Nachteil einer gewissen Illiquidität. Liquidität ist ein wichtiger Aspekt für Kapitalanlagen. Traditionelle festverzinsliche Anlagen und andere öffentlich gehandelte Vermögenswerte bilden den Großteil der Anlagen, die in der Regel ausreichend Liquidität bieten. (Außer vielleicht während eines kurzen Einfrierens des Marktes auf dem Höhepunkt einer Finanzkrise.)

Somit können weniger liquide Private-Debt-Instrumente sehr gut zur diversifizierten strategischen Asset-Allokation von Versicherern passen, ohne die zugrunde liegenden Strukturen des Asset-Liability-Managements zu beeinträchtigen. Versicherer mit langfristigen Verbindlichkeiten wie Lebensversicherer dürften die Buy-and-Hold-Merkmale von Direktkrediten besonders schätzen.

Managerauswahl

Im Gegensatz zu den meisten börsennotierten Schuldtiteln und vielen Konsortialkrediten werden Direktkredite nicht bewertet. Versicherer müssen sich auf ihre eigene Analyse oder die Analyse der Private Debt Manager verlassen, mit denen sie zusammenarbeiten. Die ausgewählten Manager sollten über erfahrene Teams verfügen, die auf Kreditrisiken, strukturelle Analysen, rechtliche Beurteilung und laufende Überwachung während der Laufzeit spezialisiert sind.

Die Fähigkeit des Managers, die attraktivsten Transaktionen zu finden, einen beträchtlichen Deal-Flow zu gewährleisten, Kapital zeitgerecht einzusetzen und gleichzeitig die Risiken zu minimieren, ist entscheidend. Das ist darauf zurückzuführen, dass Privatkredite, komplex und uneinheitlich sind sowie privat vergeben werden.

Der richtige Partner ist entscheidend. Bei der Auswahl eines Partners sollten die Fähigkeiten und Kompetenzen des Managers in Bezug auf die Beschaffung, die Erfolgsbilanz und die lokale Präsenz in den entsprechenden Märkten berücksichtigt werden. Es handelt sich hier um die potenzielle Quelle für die Kompetenzprämie des Managers.

Marktsegment

Gehobener Mittelstand? Mittelstand? Untere Mittelstand?

Eine weitere Überlegung ist der Segmentfokus. Diese Segmente weisen unterschiedliche Risikoprofile auf und haben sich unterschiedlich entwickelt. Der untere Mittelstand, das illiquideste Segment, bietet derzeit den geringsten Wettbewerb. Erfahrene Manager in diesem Segment können den Deal Flow maximieren und die Selektivität optimieren.

Auch die Entscheidung zwischen gesponserten oder nicht gesponserten Transaktionen spielen eine Rolle. Transaktionen ohne Sponsor erfordern zwar erfahrenere Manager, können aber besonders strenge Auflagen und bessere Preise bieten.

Fazit: Versicherer und Partner

Direktkreditanlagen eignen sich besonders für Versicherer.

Die Einbeziehung sorgfältig ausgewählter und gut verwalteter Direktkredite in Kapitalanlagen kann Versicherern ein überdurchschnittliches Renditepotenzial zu relativ niedrigeren regulatorischen Kapitalkosten bieten. Investitionen in Direktkredite sind vergleichsweise unabhängig von kurzfristigen Marktschwankungen und weniger dem Zinsrisiko ausgesetzt als traditionelle festverzinsliche Anlagen.

Die direkte Kreditvergabe führt neue Kategorien von Renditeprämien ein und bietet Zugang zu Emittenten, die auf den börsennotierten Märkten für festverzinsliche Wertpapiere nicht vertreten sind, wodurch die Portfolios von Allgemeinkunden in

vielerlei Hinsicht diversifiziert werden. Direktkredite sind heterogener als viele andere Anlageklassen. Um ihr Potenzial voll auszuschöpfen und ihre Risiken zu steuern, benötigen Versicherer erfahrene und zuverlässige Partner bei der Suche nach Anlagen und deren Management. Da die Transaktionen privat und illiquide sind, braucht man ausgezeichnete Branchenbeziehungen und Beschaffungskapazitäten, ein hervorragendes Verständnis der spezifischen Risiken und erfahrene Teams, um eine umfassende Due Diligence und disziplinierte rechtliche Analysen durchzuführen.

Darüber hinaus müssen die Versicherer die Fähigkeit des Managers berücksichtigen, die Anlagen im Kontext der Kapitalanlagen eines Versicherers zu verstehen und zu verwalten.



€150 Mds €

verwaltetes Vermögen
zum 30. Juni 2021



570

experten in
Ihrem Dienst



25 Jahre

Vorreiter für
nachhaltiges Investieren

Diese Marketing-Mitteilung dient ausschließlich Informationszwecken und stellt, vorbehaltlich ausdrücklicher anders lautender Vereinbarungen, weder ein Kauf- oder Verkaufsangebot für Finanzinstrumente noch eine Anlageempfehlung oder Transaktionsbestätigung dar. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.

Candriam empfiehlt Anlegern, vor der Anlage in einen unserer Fonds stets die auf unserer Webseite www.candriam.com hinterlegten „wesentlichen Anlegerinformationen“ (KIIDs) sowie den Verkaufsprospekt und alle anderen relevanten Informationen zu berücksichtigen, einschließlich der Informationen zum Nettoinventarwert des Fonds. Diese Informationen sind entweder in englischer Sprache oder in der Sprache der Länder erhältlich, in denen der Fonds zum Vertrieb zugelassen ist.