



Remaco-Insight

Liquid Private Credit

Zweistellige Dividendenrendite

Von Pascal Böni

Erschienen in der "Finanz und Wirtschaft" am 14.12.2024
(Verlagsbeilage)

 remaco

Research & Management Company, since 1947.

LIQUID PRIVATE CREDIT

Zweistellige Dividendenrendite

Aufgrund der hohen Eintrittsbarrieren bei Private Credit Fonds, eignen sich diese für Privatinvestoren kaum. Die Kategorie Liquid Private Credit bietet aber über Investitionen in Aktien von Business Development Companies (BDC) einen liquiden und renditestarken Zugang zum Privatkreditmarkt. Die Anlageklasse hat sowohl Vor- als auch Nachteile.

PASCAL BÖNI

Is anhin blieben Investitionen in Private Credit – Fonds (PCF) grossen, meist institutionellen Investoren vorbehalten. PCF erreichen eine attraktive durchschnittliche jährliche Rendite von rund 9 bis 10% p.a., sind jedoch meist nur für institutionelle Investoren leicht zugänglich. So stellen ein Minimalinvestment von in der Regel nicht weniger als 10 Mio. \$ und die Kapitalbindung über einen Zeitraum von acht bis zehn Jahren hohe Einstiegshürden für den durchschnittlichen privaten Investor dar. Diese Einstiegshürden fallen bei Investitionen in «Liquid Private Credit»-Unternehmen, vertreten durch kotierte US Business Development Companies (BDC), weg.

BDC sind US Nicht-Bank-Finanzierer, welche als SEC-registrierte Investitionsfirmen verschiedenen Investitions- und Transparenzvorschriften genügen müssen. Sie werden von Managern wie Goldman Sachs, Carlyle, Bain, KKR, Ares, Blackstone, Barings, Oaktree, Blackrock oder Main Street und anderen geführt und investieren überwiegend in vorrangige, meist gesicherte Darlehen (Senior Secured Loans, SSL).

BDC bilden einen stark wachsenden Nischenmarkt, in welchem die grössten 20 Unternehmen zusammen über 90% der gesamten Marktkapitalisierung von rund 60 Mrd. \$ (per 30.6.2024) repräsentieren. Sie sind aktiv in der Unternehmensfinanzierung (zum Beispiel bei Firmenübernahmen, Rekapitalisierungen und Wachstumsfinanzierungen für Schuldner ohne Investment Grade-Ra-

ting), refinanzieren sich als kotierte Gesellschaften typischerweise über die Börse (NYSE oder Nasdaq), und stehen im US-Mittelstandsegment im Wettbewerb zu klassischen Kreditbanken.

Attraktive Eigenschaften von BDC

Verschiedene Eigenschaften machen BDC für den Investor attraktiv. Erstens erzielen BDC eine relativ hohe Dividendenrendite, wie die Grafik verdeutlicht.

Die wertgewichtete Dividendenrendite von BDC betrug in den letzten Jahren nie weniger als 9,7%, im Durchschnitt der letzten 15 Jahre rund 9%, und erhöhte sich im Zuge der allgemeinen Zinssteigerungen auf aktuell über 11%. Die historische Rendite von BDC übertrifft damit im historischen Vergleich jene von Banken, jene des Morningstar US Leveraged Loan Indexes, oder jene des US Corporate High Yield Loan Indexes.

Der Investor mit einer Anlage in ein wertgewichtetes BDC Portfolio erreichte in den letzten Jahren eine jährliche Rendite von rund 12%. Im Vergleich zu den meisten gängigen Anlageklassen dürften die BDC-Renditen deshalb als attraktiv bezeichnet werden. Durch die Pflicht der BDC, 90% des steuerbaren Einkommens an ihre Aktionäre auszuschütten, darf der Investor darüber hinaus, ceteris paribus, auch in Zukunft mit hohen Dividenden rechnen.

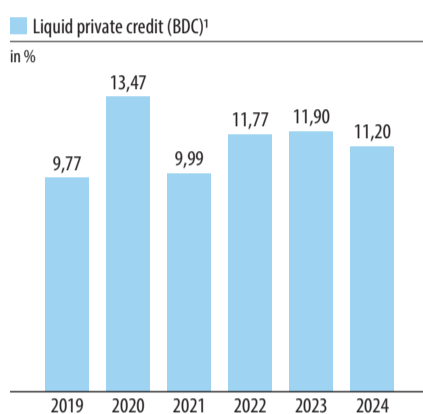
Zweitens sind BDC punkto Aufnahme von Fremdkapital begrenzt. Sie dürfen eine Quote von 2:1 bezüglich des Verhältnisses von Fremd- zu Eigenkapital nicht überschreiten, wodurch das Risiko für den Aktieninvestor reduziert wird.

Drittens müssen BDC über ihre Kreditpositionen laufend Bericht erstatten, sind also für Investoren sehr transparent.

Viertens sind BDC in USA gelistete Unternehmen. Ihre Aktien werden somit gehandelt, wodurch der Anleger eine liquide Aktienanlage hält, während er überwiegend im Kreditmarkt investiert ist.

Fünftens weisen BDC durchschnittlich eine geringe Verlustrate auf ihren Kreditportfolios auf. Gemäss einer Studie¹ beträgt diese für BDC rund 0,6%. Sie liegt damit nahe an der Verlustrate auf

BRUTTODIVIDENDE



¹) Wertgewichtete Brutto-Dividende von kotierten US Business Development Companies (BDCs) für die Jahre 2019 bis 2024. Für das Jahr 2024 annualisierte Quartalsdaten Q1 und Q2.

Quelle: Remaco Research, Bloomberg Quartalsdaten / Grafik: FuW, sm

dem Kreditportfolio der 100 grössten US-Banken, welche mit rund 0,5% nur unwesentlich tiefer ist.

Sechstens orientiert sich der Aktienkurs von BDC stark am sogenannten Net Asset Value (NAV) der unterliegenden Kreditportfolios (zuzüglich dem Eigenkapital des Unternehmens). Zusammen mit der hohen Transparenz von BDC kann der Investor sich somit stets ein gutes Bild über den fundamentalen Wert einer Aktie machen und sich am Verhältnis von Markt- zu Buchwert (market-to-book ratio, MTB-Ratio) um 1,0 herum orientieren. In den letzten fünf Jahren (30.6.2019 bis 30.6.2024) betrug die mittlere pro Quartal erhobene wertgewichtete MTB-Ratio 0,96. Mit anderen Worten: Der Aktienkurs lag stets leicht (4%) unter dem Buchwert der BDC und orientierte sich stark am Wert der unterliegenden Kredit-Portfolios.

Hohe Volatilität und eingeschränkte Liquidität

Es dürfte nicht überraschen: Den durchaus attraktiven Merkmalen von BDCs stehen auch möglicherweise bedeutende Nachteile gegenüber.

Erstens weisen die Aktienkurse von BDC eine hohe Volatilität von rund 20% auf und lassen den risiko-aversen Investor

somit nicht sonderlich ruhig schlafen. Diese historische Volatilität ist sehr stark durch einen deutlichen Aktienkurseinbruch in der COVID-19-Krise (-45%) und den darauffolgenden starken Aktienkursaufschwung (+34%) geprägt. Ohne diese extremen Ab- und Aufschwünge würde die Volatilität in etwa jener des US-Aktienmarktes, gemessen am S&P500-Index, entsprechen. Trotzdem erscheint die historische Volatilität hoch.

Zweitens ist die Liquidität von BDC eingeschränkt. So beträgt die Marktkapitalisierung der grössten BDC (Ares Capital Corporation, Ticker: ARCC) aktuell gerade einmal rund 14 Mrd. \$ und das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen lediglich rund 75 Mio. \$. Der grosse oder institutionelle Investor sieht sich somit in seiner Liquidität stark eingeschränkt und kann selbst bei der marktführenden BDC nicht damit rechnen, eine BDC-Aktienposition problemlos rasch auf- und abbauen zu können.

Die Bezeichnung «Liquid Private Credit» ist deshalb mit Vorsicht zu geniessen und Anleger müssen in turbulenten Marktphasen starke Kursveränderungen einerseits und die Nicht-Handelbarkeit ihrer Aktien in Kauf nehmen.

Fazit

BDC bieten dem Investor die Möglichkeit, am attraktiven US-Kreditmarkt teilzunehmen. Auch wenn man die aktuelle Zinsdifferenz zwischen dem Dollar und dem Franken und das damit einhergehenden Wechselkursrisiko berücksichtigt, scheint die Dividenden-Rendite von BDC in Höhe von aktuell über 11% attraktiv.

Der Renditevergleich zu den meisten anderen Anlageklassen und insbesondere geschlossenen, nicht liquiden PCF mit einer erwarteten langfristigen Franken-Rendite von aktuell rund 6%² stützt diese Einschätzung. Trotzdem ist der Investor angehalten, die hohe Volatilität von BDC und deren eingeschränkte Liquidität bei der Anlage in BDC zu berücksichtigen.

¹) vgl. Beltratti & Bock (2018). BDCs: The Most Important Commercial Lenders You've Never Heard About. Journal of Alternative Investments

²) vgl. Remaco-Kapitalmarkterwartungen in Schweizer Franken, Q4/2024, www.remaco.com/research-notes

PASCAL BÖNI



Finanzprofessor & Managing Director des Tilburg Institute for Private Markets an der Tilburg University. Akademischer Direktor des MBA Finance an der Uni Basel. Zudem CEO von Remaco.

Kontakt



Prof. Dr. Pascal Böni

CEO Remaco Gruppe

pascal.boeni@remaco.com
ch.linkedin.com/in/prof-dr-pascal-boeni

Diese und andere News & Publikationen finden Sie auf:

<https://remaco.com/news>

Remaco, gegründet 1947, ist ein Schweizer Wertpapierhaus und Beratungsunternehmen, welches seinen Kundinnen und Kunden Research-, Management- und Beratungsdienstleistungen anbietet.

Autoren:

Prof. Dr. Pascal Böni

Kontakt:

pascal.boeni@remaco.com

