



# Wie vorrangig besichert sind Ihre Schuldtitel?

**Aufdecken versteckter Risiken und  
Chancen im Bereich Direct Lending**

**Kevin Roche**

Direktor – Private Debt & Collateralized Loan Obligations

Direct Lending Commentary, Q3 2021



Im Rahmen von privaten Krediten bietet Direct Lending eine breite Palette von Optionen für Anleger, die das richtige Verhältnis von Risiko und Rendite für ihre speziellen Bedürfnisse suchen. Die jüngsten Marktentwicklungen haben jedoch zu Anomalien geführt, die in suboptimal risikoangepassten Renditen resultieren können. Das Verständnis dieser zusätzlichen Risikofaktoren ist von entscheidender Bedeutung, um sicherzustellen, dass Ihre Investitionen dem von Ihnen beabsichtigten Ansatz entsprechen.

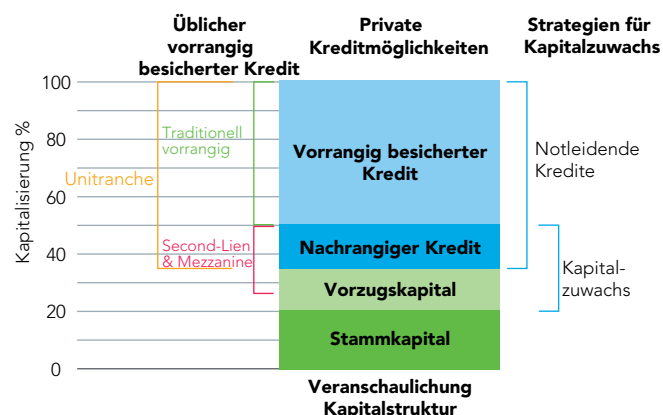
In diesem Bericht schlagen wir einen Rahmen für die Analyse der risikoangepassten Renditen für verschiedene Direct-Lending-Strategien im Rahmen privater Kredite vor. Wir erörtern auch die aktuellen Marktpreis-Mechanismen und analysieren, ob Anleger für zusätzliche Verlustfaktoren wie Hebelung, Nachrangigkeit und Covenant-Light-(Cov-lite)-Dokumentation angemessen entschädigt werden. Wir beginnen die Diskussion mit den Entwicklungen bei denjenigen Strategien, die weithin anerkannt sind und um Direct Lending als Untergruppe privater Kredite zu kennzeichnen.

### Teil Eins: Eine Einführung in private Kreditstrategien

#### Private Kredite: Kapitalerhalt vs. Kapitalzuwachs

Als private Kredite werden allgemein von Nicht-Banken vergebene Kredite bezeichnet, bei denen die Schuldtitel nicht auf öffentlichen Märkten ausgegeben oder gehandelt werden. Im Rahmen privater Kredite gibt es eine Reihe von Möglichkeiten, von denen jede ihre eigenen einzigartigen Merkmale in Bezug auf das Verhältnis von Risiko und Rendite aufweist. Diese können grob kategorisiert werden, je nachdem, wo sie sich in der Kapitalstruktur befinden, sowie ob das letztendliche Ziel der Anlage Kapitalerhalt oder Kapitalzuwachs ist. Abbildung 1 zeigt die Position verschiedener Kreditstrategien innerhalb der Kapitalstruktur eines Unternehmens sowie die hierarchische Position, in welcher private Kreditfonds tendenziell investieren, unter Berücksichtigung, ob sie Kapitalerhalt oder Kapitalzuwachs anstreben.

Abbildung 1: Kreditstrategien nach Kapitalstruktur



Quelle: Federated Hermes.

Im Rahmen privater Kredite gibt es eine Reihe von Möglichkeiten, von denen jede ihre eigenen einzigartigen Merkmale in Bezug auf das Verhältnis von Risiko und Rendite aufweist.

Die Renditen aus Strategien zur Kapitalerhaltung (der Hauptfokus für Direct-Lending-Fonds) sind nicht normal und negativ verzerrt. Dies ist auf den hohen Anteil kleiner Gewinne – und die geringe Anzahl unerwarteter Gewinne sowie den geringen Anteil sehr grosser Verluste zurückzuführen. Anleger in diesen Strategien streben in der Regel einen vorhersagbaren Ertrag an. Die Verlustminimierung ist ebenfalls von grundlegender Bedeutung bei diesem Ansatz, da die Möglichkeiten für unerwartete Gewinne begrenzt sind.

Im Vergleich dazu bieten Strategien für Kapitalzuwachs aufgrund der Kapitalbeteiligung ein grösseres Aufwärtspotenzial. Zu den Strategien gehören notleidende Schuldtitel, bestimmte Formen nachrangiger Kredite sowie Vorzugskapital. Die Renditen sind positiv verzerrt, mit einer geringen Anzahl grosser Gewinne, aber mit häufiger zu erwartenden Verlusten aufgrund der riskanteren Art der Investitionen.

Als private Kredite werden allgemein von Nicht-Banken vergebene Kredite bezeichnet, bei denen die Schuldtitel nicht auf öffentlichen Märkten ausgegeben oder gehandelt werden.

#### Direct-Lending-Strategien

In Bezug auf Risiko/Rendite liegt Direct Lending im festverzinslichen Spektrum zwischen Hochzinsanleihen und Mezzanine-Krediten. Zu den typischen Direct-Lending-Strategien gehören vorrangig besicherte Schuldtitel, die an der Spitze der Kapitalstruktur stehen, nachrangige Schuldtitel in Form von Second-Lien-Krediten und einige Arten von Mezzanine-Krediten sowie ein hybrider Ansatz, der als Unitranchen bekannt ist. Im Falle eines Zahlungsausfalls sind die erwarteten Verluste (gemessen als Prozentsatz des Engagements zum Zeitpunkt des Ausfalls) nicht einheitlich über die gesamte Kapitalstruktur verteilt. Der Rang bestimmt die Reihenfolge, in der die Erlöse auf die Kreditgeber verteilt werden, und ein zunehmender Fremdfinanzierungsgrad ist mit einem erhöhten Ausfallrisiko verbunden.

**Vorrangig besicherte Schuldtitel:** Sie stehen an der Spitze der Kapitalstruktur – im Falle eines Zahlungsausfalls werden die Forderungen der vorrangigen Kreditgeber vor anderen Anlegertypen, die demgegenüber nachrangig sind, priorisiert. Erst nachdem die vorrangig besicherten Ansprüche vollständig erfüllt worden sind, können andere Gläubiger die ihnen geschuldeten Summen aus den Erlösen der Vollstreckung zurückfordern.

**Nachrangige Schuldtitel:** Die Stufe unter den vorrangigen Schuldtiteln in der Kapitalstruktur wird als „nachrangige Schuldtitel“ – manchmal auch als „Junior Debt“ – bezeichnet. Diese Stufe bietet eine höhere Rendite als die vorrangig besicherten Schuldtitel im Gegenzug für das höhere Verlustrisiko, das durch die niedrigere Position in der Kapitalstruktur bedingt ist. Zu den nachrangigen Schuldtiteln gehören Second-Lien- und Mezzanine-Kredite:

- **Second-Lien-Kredite** sind eine Art nachrangiger Schuldtitel, die einen nachrangigen Anspruch auf die verpfändete Sicherheit beinhalten.
- **Mezzanine-Kredite** sind eine Art nachrangiger Schuldtitel, die unbesichert sind und daher nochmals eine geringere Priorität haben als Second-Lien-Kredite.

Mezzanine-Kredite können je nach der konkreten Art des Kredits entweder in Kapitalerhaltsstrategien oder zum Kapitalzuwachs eingesetzt werden. So beinhalten beispielsweise Mezzanine-Kredite häufig Optionsscheine, die es dem Anleger ermöglichen, seinen Kredit (oder seine Vorzugsaktien) in Aktienkapital umzuwandeln und die Kontrolle zu übernehmen, wenn das Unternehmen in Schwierigkeiten gerät. Wenn ein Mezzanine-Fonds einen längerfristigen Anlagehorizont hat und seine Wertentwicklung von der Fähigkeit des Managers abhängt, die Restrukturierungsergebnisse zu beeinflussen, dann dürfte seine Strategie einen Schwerpunkt auf Kapitalzuwachs haben.

### Der Aufstieg der Unitranchen

In den letzten zehn Jahren hat eine hybride Finanzierungsstruktur, die vorrangige und nachrangige Schuldtitel in einem Instrument vereint, immer mehr an Bedeutung gewonnen. Bei dieser als Unitranchen bekannten Option wird theoretisch ein gemischter Zinssatz bezahlt, der die Risikostreuung zwischen vorrangigen und nachrangigen Schuldentranchen widerspiegelt.

Die Unitranchen hat sich schnell zur beliebtesten Strategie im Bereich Direct Lending entwickelt. Laut Alternative Lender Deal Tracker von Deloitte (Frühjahr 2021)<sup>1</sup> machte die Unitranchen in den vergangenen 12 Monaten die Hälfte aller europäischen Transaktionen aus, während sogar ein noch höherer Anteil der Transaktionen im Vereinigten Königreich (63%) diese Struktur nutzte. Im Vergleich dazu machten vorrangig besicherte Kredite 33% der Transaktionen in Europa und nur 27% der Transaktionen im Vereinigten Königreich aus, wobei die übrigen Transaktionen nachrangige Kredite beinhalteten.

Einer der Haupttreiber für den Anstieg der Popularität der Unitranchen ist ihre Unkompliziertheit und Ausführungssicherheit. Es gibt in der Regel weniger Kreditgeber bei Unitranchen-Strukturen (üblicherweise einer oder zwei), wobei der Kreditnehmer einen einzigen Preis und Kreditvertrag erhält. Darüber hinaus ist die Unitranchen zwar in der Regel teurer, aber sie ist einfacher und sie ermöglicht vor allem eine grössere Hebelwirkung. Unternehmen, die sich im Besitz von Private Equity Gesellschaften (dem primären Markt für Direktfinanzierung) befinden, werden besonders von der höheren Hebelung der Unitranchen angezogen, da sie die internen Renditezeffern erhöht, wenn die Anlage gut performt. Aus Sicht des Anlageverwalters ist die Unitranchen mittlerweile attraktiv, da sie die Verteilung der erwarteten Renditen vergrössert und eine kleinere Anzahl, aber dafür großer, Kredite im Portfolio ermöglicht. Die Unitranchen bietet auch höhere Renditen als herkömmliche vorrangige Schuldtitel, wengleich mit zusätzlichem Risiko.

Obwohl alle Unitranchen-Kredite einige grundlegende gemeinsame Merkmale aufweisen, ist das Produkt bei weitem nicht standardisiert. Daher müssen die Anleger die zusätzlichen Verlustfaktoren sorgfältig analysieren, um zu verstehen, ob erhöhte Risiken durch die verbesserte Rendite vollständig kompensiert werden.

## Teil Zwei: Zusätzliche Risikofaktoren beim Direct Lending

In diesem Abschnitt werden drei zusätzliche Risikofaktoren beschrieben, die bei Investitionen in Direct Lending zu berücksichtigen sind:

1. Höhere Hebelung
2. Zweigeteilte Unitranchen
3. Cov-lite-Kredite und schwache Dokumentation.

### 1. Eine höhere Hebelung bedeutet höhere erwartete Verluste.

Während eine höhere Hebelung für Kreditnehmer und ihre Private-Equity-Eigentümer attraktiv ist, birgt sie ein höheres Risiko in Form von höheren erwarteten Verlusten (expected losses, EL). EL sind das wichtigste Risikomass für jeden Kreditinvestor und bilden die Grundlage für die Bewertung risikoangepasster Renditen. Sie werden berechnet als Produkt der Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) und des Ausfallverlustes (LGD), die beide durch eine höhere finanzielle Hebelung beeinflusst werden.

In mehreren Untersuchungen wurde die zentrale Rolle der Hebelung bei der Bewertung der EL betont.<sup>2</sup> Traczynski (2017) hat ebenfalls gezeigt, dass bei der Vorhersage von Unternehmensausfällen auf privaten Märkten die Hebelung (gemessen am Verhältnis der Gesamtverbindlichkeiten zu den Vermögenswerten) die einzige finanzielle Kennzahl ist, die mit Ausfällen in allen Industriesektoren korreliert.

Das Merton-Modell<sup>3</sup> legt nahe, dass bei einem Kreditnehmer ein Zahlungsausfall eintritt, wenn zum Zeitpunkt der Fälligkeit seiner Schulden der Wert seiner Vermögenswerte unter dem Wert seiner Verbindlichkeiten liegt. Nach diesem Modell sind alle Kreditrisikokomponenten, einschliesslich der Ausfall- und der Rückgewinnungsrate, direkt mit der Kapitalstruktur des Kreditnehmers verbunden, wobei die zunehmende Hebelung zu höheren PD-Scores führt.



<sup>1</sup> <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/private-equity/lu-deloitte-alternative-lender-tracker-spring-2021.pdf>

<sup>2</sup> Zum Beispiel Merton, 1974, Collin-Dufresne und Goldstein, 2001, Vassalou und Xing, 2004, Bharath und Shumway, 2008.

<sup>3</sup> Das 1974 von Robert C. Merton entwickelte Merton-Modell ist ein Analysemodell, das zur Beurteilung des Kreditrisikos bei der Unternehmensverschuldung verwendet wird.



Um zu veranschaulichen, wie die LGD durch eine höhere Hebelung beeinflusst wird, stellen Sie sich ein Recovery-Szenario vor, das zur Rückgewinnung von 50% des kapitalisierten Werts der Kapitalstruktur des Unternehmens führt, wie in Abbildung 1 dargestellt. In diesem Szenario würden Mezzanine-Anbieter einen Verlust von 100% erleiden, während Unitranchen-Inhaber einen Verlust von 30% erleiden würden. Im Gegensatz dazu würden traditionelle, vorrangig besicherte Kreditgeber 100% ihrer Investition mit null Verlusten wiedererlangen.

Wenn man bedenkt, dass die EL das Produkt von PD und LGD sind, kann man sehen, dass eine erhöhte finanzielle Hebelung zu einem nichtlinearen Anstieg der EL führt, da sich der Hebel sowohl auf die PD als auch auf die LGD auswirkt.

## 2. Zweigeteilte Unitranchen

Unitranchen-Kredite gibt es in zwei verschiedenen Arten: Einfach (straight) und zweigeteilt (bifurcated).

Wenn ein Anlageverwalter den gesamten Kredit hält, gilt dies als „einteilige“ Unitranchen und kann somit als vorrangig besicherter Kredit bezeichnet werden. Eine „zweigeteilte“ Unitranchen hingegen wird zwar als eine einzige Fazilität dargestellt, ist aber in zwei separate Bestandteile aufgeteilt. Diese Elemente werden als First-Out (FO) und Last-Out (LO) bezeichnet und sind auf mindestens zwei oder mehr Kreditgeber aufgeteilt.

Die FO-Tranche (auch als „super-vorrangig“ bezeichnet, bei der die Kreditfazilität nicht eingeschränkt ist) umfasst in der Regel eine revolvingende Kreditfazilität (RCF), kann aber auch einen bestimmten Teil des langfristigen Kredits beinhalten. Verkauft ein Verwalter den First-Lien-Teil eines Unitranchen-Kredits an einen Drittmittelgeber und behält den LO-Teil, wird der zurückbehaltene Teil zu einem riskanteren und nachrangigen Kredit.

### Das Risiko im Zusammenhang mit zweigeteilten Unitranchen-Krediten

Normalerweise werden FO- und LO-Kredite im normalen Verlauf der Zahlungskaskade als gleichrangig eingestuft, so dass die Merkmale „vorrangig und besichert“ beibehalten werden. Wichtig ist jedoch, dass sich im Falle eines Zahlungsausfalls oder einer Beschleunigung die Zahlungskaskade ändert und FO-Kreditgeber vor LO-Kreditgebern bezahlt werden.

Es ist darauf hinzuweisen, dass der europäische Mittelstandsmarkt eine Zunahme von zweigeteilten Unitranchen-Strukturen erlebt mit „Nachrangigkeits“-Merkmale, die sich nur im Insolvenzfall zeigen. Für diese Kredite gilt die Klassifizierung „vorrangig besichert“ nur im formellen Sinne – die Realität ist, dass zweigeteilte Unitranchen-Kredite kommerziell nachrangige Kredite sind.

Daher sollten sich die Anleger bei der Betrachtung der Unitranchen als Strategie zum Kapitalerhalt darüber Klarheit verschaffen, ob der Verwalter den gesamten Kredit hält oder seine Position durch den Verkauf von FO-Tranchen an Drittkreditgeber zweiteilt.

Anleger sollten auch bedenken, dass nicht in Anspruch genommene super-vorrangige Fazilitäten (d. h. Fazilitäten für Betriebskapital oder Investitionsausgaben) häufig erst beim ersten Anzeichen finanzieller Probleme in Anspruch genommen werden, um den Cashflow-Druck zu minimieren. Diese Tendenz konnte im gesamten Jahresverlauf 2020 beobachtet werden, da der Cashflow-Druck aufgrund von Covid-19 dazu führte, dass die super-vorrangigen RCFs vollständig in Anspruch genommen wurden. Infolgedessen fanden sich viele Unitranchen-Anleger unerwartet in einer ersten Verlustposition wieder und waren zum Zeitpunkt der Insolvenz plötzlich Drittmittelgebern untergeordnet.

## 3. Cov-lite: Ein weiteres verstecktes Risiko für Kreditnehmer

Wir haben bereits gesehen, wie eine zweigeteilte Unitranchen-Struktur die Kreditgeber unerwartet in eine erste Verlustposition bringen kann und haben die höheren EL behandelt, die durch eine steigende Hebelung entstanden sind. Dies sind jedoch nicht die einzigen zusätzlichen Risiken, welche Anleger in Betracht ziehen sollten.

Die Verbreitung von Cov-lite-Krediten nimmt ab dem oberen Mittelbereich des Transaktionsspektrums immer mehr zu und die Sponsoren streben eine grössere Flexibilität bei den von ihnen eingebrachten Kreditpaketen an. Nach Angaben von S&P Global Market Intelligence Leveraged Data & Commentary war Ende 2018 ein Rekordanteil – 87% – an Neuemissionen von „Leveraged Loans“ in Europa Covenant-lite-Kredite. Diese Kreditvereinbarungen enthalten keinerlei Schutzklauseln, die es den Kreditgebern ermöglichen, einzugreifen, wenn sich die finanzielle Lage des Kreditnehmers verschlechtert.



Erschwert werden die Dinge noch dadurch, dass im Direct-Lending ein gewisses Verständnis der Berechnungen, welche die Covenants regeln, vorhanden sein sollte. Insbesondere sollte der Spielraum, den ein Fondsverwalter seinen Kreditnehmern gewährt (für Nettoverschuldung), verstanden werden. Im internationalen Geschäft von Federated Hermes haben wir bei der Kreditvergabe über alle Fonds nur rund 31% Spielraum gelassen, was unsere strikte Einhaltung strenger Dokumentationskontrollen belegt.

Der Anstieg der Cov-lite-Strukturen ist das Ergebnis von steigenden verwalteten Vermögenswerten im Direct-Lending mit einem zunehmenden Wettbewerb in Bezug auf dieselben Geschäfte, was zu flexibleren Konditionen für Kreditnehmer führt. Die enormen Geldbeträge, die nach Rendite suchen, haben dazu geführt, dass Kreditnehmer Bedingungen diktieren konnten. Daher sind die meisten syndizierten Kredite jetzt Cov-lite oder Covenant-frei – 88% im Jahr 2018 und 95% im ersten Halbjahr 2019.

Laut Fitch Ratings<sup>4</sup> ist die Hebelung bei der Unitranche zwar höher als bei syndizierten Krediten, der Covenant-Schutz für Kreditgeber bleibt jedoch stärker (wie das Vorhandensein von finanziellen Covenants zeigt). Die Unitranche-Dokumentation zeigt jedoch eine signifikante Erosion der Covenants von 2014 bis 2018, wobei nur ein Drittel der Unitranche-Transaktionen im Jahr 2018 einen vollständigen Covenant-Katalog aufwies.

### **Cov-lite und schwache Kreditqualität: Eine hoch volatile Kombination**

Das Problem der Cov-lite-Strukturen wird durch das Problem der Abschwächung der Kreditqualität noch zusätzlich verschärft. Der Anteil der mit „B“ bewerteten Kreditfazilitäten im European Leveraged Loan Index hat sich von Dezember 2017 bis April 2019 verdoppelt und erreichte 12%. In einem Baisse-Markt, in welchem Liquidität im Sekundärmarkt schwer zu finden sein wird, ist dies ein Rezept für hohe Preisvolatilität.

S&P hat kürzlich die Recovery-Raten sowohl für Cov-lite als auch für Nicht-Cov-lite befristete First-Lien-Kredite bei über 67 Unternehmen überprüft, die von 2014 bis zur ersten Hälfte des Jahres 2020 gemäss Chapter 11 des US-amerikanischen Insolvenzrechts in Insolvenz gegangen sind. Die Analyse ergab, dass bei Cov-lite-Krediten (ohne den Öl- und Gassektor) im Durchschnitt ca. 61,8% des Nennwerts wiedererlangt wurden, was deutlich unter dem Durchschnitt von ca. 75,8% liegt, der bei Nicht-Cov-lite-Krediten erzielt wurde.

Wir sind der Ansicht, dass das Fehlen von überwachenden Covenants die mögliche Zeit der Kreditgeber zur Beeinflussung der Restrukturierungsergebnisse stark reduziert, wodurch der Wert für Anleger erodiert. Vor diesem Hintergrund zieht es das internationale Geschäft von Federated Hermes vor, sich gezielt dem europäischen Mittelstandsmarkt zuzuwenden, wo Cov-lite-Merkmale nach wie vor sehr selten sind. Anleger sollten damit rechnen, dass die Rückgewinnungsraten bei Cov-lite-Krediten in Zukunft niedriger ausfallen werden als die langfristigen durchschnittlichen Rückgewinnungsraten heute prognostizieren. Tatsächlich gehen wir davon aus, dass die Anleger in Cov-lite-Instrumenten stärker Risiko-exponiert sind und die Rückgewinnungsraten bei First-Lien-Krediten durch den nächsten Kreditzyklus im Allgemeinen unter dem historischen Durchschnitt liegen werden. Wir verweisen auf die historischen Rückgewinnungsraten bei vorrangig besicherten Anleihen, die ein guter Indikator dafür sind, wie Cov-lite-Kredite im nächsten Abschwungszklus abschneiden werden.

### **Teil Drei: Vergleich der risikoangepassten Renditen**

Wir haben einen Rahmen geschaffen, um risikoangepasste Renditen für unterschiedliche Direktfinanzierungsstrategien von privaten Krediten zu vergleichen und die Auswirkungen zusätzlicher Risikofaktoren zu verstehen. Zu diesem Zweck haben wir beobachtbare Marktpreise sowohl für Unitranche-Kredite als auch für traditionelle vorrangig besicherte Kredite erfasst. Dann haben wir ein typisches Insolvenzszenario modelliert, bei dem die Variabilität der Kreditqualität allein durch die Kapitalstruktur erklärt wird.

Es ist wichtig, zu beachten, dass diese Analyse nicht dazu vorgesehen ist (indikativ oder anderweitig), erwartete Renditen für eine bestimmte Strategie zu zeigen. Vielmehr soll ein Mittel zum Benchmarking der relativen Wertentwicklung jeder Strategie (als eine Funktion der erwarteten Rendite und des Ausfallsrisikos) entwickelt werden. Dieser Abschnitt ist in drei Teile unterteilt. Im ersten Teil wird erörtert, wie die Kapitalstruktur, einschließlich Hebel- und Eigenkapitalanteil, je nach Kredittyp variiert; im zweiten Teil werden die aktuellen Marktpreise diskutiert; und im dritten Teil wird ein quantitativer Ansatz zur Messung des „Risikos“ bei privaten Krediten anhand von PD- und LGD-Scores beschrieben.



## 1. Kapitalstruktur

Der erste Schritt beim Aufbau dieses Rahmens besteht darin, zu verstehen, wie sich Unternehmenswerte (EV) in den letzten Jahren entwickelt haben, und diese Bewertungen zu vergleichen, um Multiples über Unitranchen- und vorrangig besicherte Kredite hinweg zu nutzen.

EVs werden oft als Multiple des EBITDA (d. h. EV/EBITDA), ähnlich wie Leverage (d. h. Nettoverschuldung/EBITDA) ausgedrückt. Die Marktforschungsdaten von S&P zeigen, dass das durchschnittliche EV Multiple bei LBO-Transaktionen im Jahr 2020 das 12-fache betrug und die EVs von 2014 bis 2020 stetig gestiegen sind, wobei das 10-fache EBITDA das durchschnittliche EV/EBITDA Multiple in diesem Zeitraum darstellt.

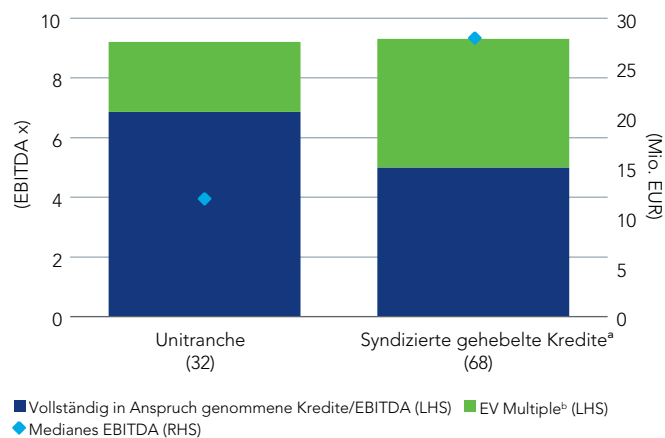
Die höhere Toleranz bei der Gesamtverschuldung bei Unitranchen ermöglicht es Private-Equity-Sponsoren, die steigenden Unternehmenswerte bei ihren LBO-Transaktionen zu adressieren und gleichzeitig die Eigenkapitalbeiträge auf ein Minimum zu beschränken, wodurch besonders die Renditeziele des Sponsors geschützt werden.

Um die Hebelung zu vergleichen, die den Kreditnehmern durch Unitranchen- und traditionelle vorrangig besicherte Kredite zur Verfügung steht, verweisen wir auf das Leveraged-Credit-Portfolio von Fitch Ratings. Dieses zeigt, dass im Durchschnitt Unitranchen im Vergleich zum syndizierten Kreditmarkt eineinhalb mal mehr zusätzliche Hebelwirkung bieten.

Bei einer Gesamtverschuldung des rund 7-fachen gegenüber EBITDA (vollständig in Anspruch genommen) zeigt der Median bei den 32 Fitch-Transaktionen, dass Unitranchen die Hebelung ausdehnen kann und so relativ kleinere Eigenkapitalbeiträge vom Private-Equity-Sponsor erfordert (siehe Abbildung 2 gegenüber). Dadurch wird der „Sicherheitspuffer“ für Kreditgeber im Rahmen eines Abschwungsszenarios reduziert.

**Der erste Schritt beim Aufbau dieses Rahmens besteht darin, zu verstehen, wie sich Unternehmenswerte (EV) in den letzten Jahren entwickelt haben, und diese Bewertungen zu vergleichen, um Multiples über Unitranchen- und vorrangig besicherte Kredite hinweg zu nutzen.**

**Abbildung 2: Median-EBITDA, Hebelung und EV Multiple bei Transaktionen unter 200 Mio. € Schulden 2013-2018, Primärmarkt LBO/SBO/TBO/QBO und Refinanzierungen**



<sup>a</sup> Beinhaltet einige Club-Transaktionen. <sup>b</sup> Gilt nur für LBO, SBO, TBO, QBO. Quelle: Fitch Credit Opinions Database, Stand Februar 2019.

## 2. Marktpreise

In der Vergangenheit boten die Renditen auf Fremdkapital, die über dem traditionellen, vorrangig besicherten, Risiko liegen, einen ähnlichen Kupon wie ein Mezzanine-Kredit. Die Unitranchen würde sich somit dem gewichteten Durchschnitt der Preise für vorrangig besicherte und Mezzanine-Anleihen annähern. Der jüngste Schub bei der Kapitalbereitstellung hat jedoch ein neues Paradigma geschaffen, bei dem die gemischten Preise geringer ausfallen, um den Preisen nachrangig besicherter Titel bei der zusätzlichen Hebelung Rechnung zu tragen. Dies ist sinnvoll, wenn der Unitranchen-Hebel unter dem eines herkömmlichen Mezzanine-Kredits liegt. Bei höherer Hebelung sollten Anleger jedoch eine Preisgestaltung in der Nähe von Mezzanine-Schuldtiteln erwarten, insbesondere wenn ein Kreditgeber die LO-Position in einer zweigeteilten Unitranchen-Transaktion hält.

Wir beobachten Margen von 575 bis 650 Basispunkten (bps) mit Bereitstellungsgebühren von 325 bis 375 bps bei den jüngsten europäischen Unitranchen-Transaktionen für die besten Kredite, im Vergleich zu einer Spanne von 375 bis 450 bps mit Bereitstellungsgebühren von 225 bis 275 bps bei vergleichbaren vorrangig besicherten Finanzierungen durch Banken. Mit anderen Worten: Die aktuelle Spread-Differenz bei vergleichbaren Krediten zwischen Unitranchen- und traditionellen vorrangig besicherten Krediten beträgt rund 200 bps bei den Margen und 100 bps bei den Bereitstellungskosten.



Trotz der negativen Auswirkungen von zusätzlichen Risikofaktoren wie der Cov-lite-Dokumentation und der Zweiteilung auf den Rückgewinnungserwartungen gibt es nur wenige oder keine Hinweise darauf, dass Anleger für diese Merkmale (über die üblichen standardmäßigen Unitranchen-Preise hinaus) entschädigt werden. Stattdessen werden Preise und Konditionen grösstenteils durch die Dynamik von Angebot und Nachfrage bestimmt, wobei der zunehmende Wettbewerb unter den Direktfinanzierern zu einer Verschlechterung der Kreditstandards führt.

### 3. Erwarteter Verlust

Die letzte Komponente, die für die Entwicklung einer Methodik zum Vergleich der risikoangepassten Rendite erforderlich ist, ist der erwartete Verlust (expected loss, EL), der das Produkt aus dem Ausfallverlust (loss given default, LGD) und der Ausfallwahrscheinlichkeit (probability of default, PD) ist.

### Ausfallverlust

Der LGD gibt die Höhe des Verlustes nach einem Ausfall an. Er berechnet sich aus der Forderungshöhe bei Ausfall abzüglich der Rückgewinnungsrate (RR).

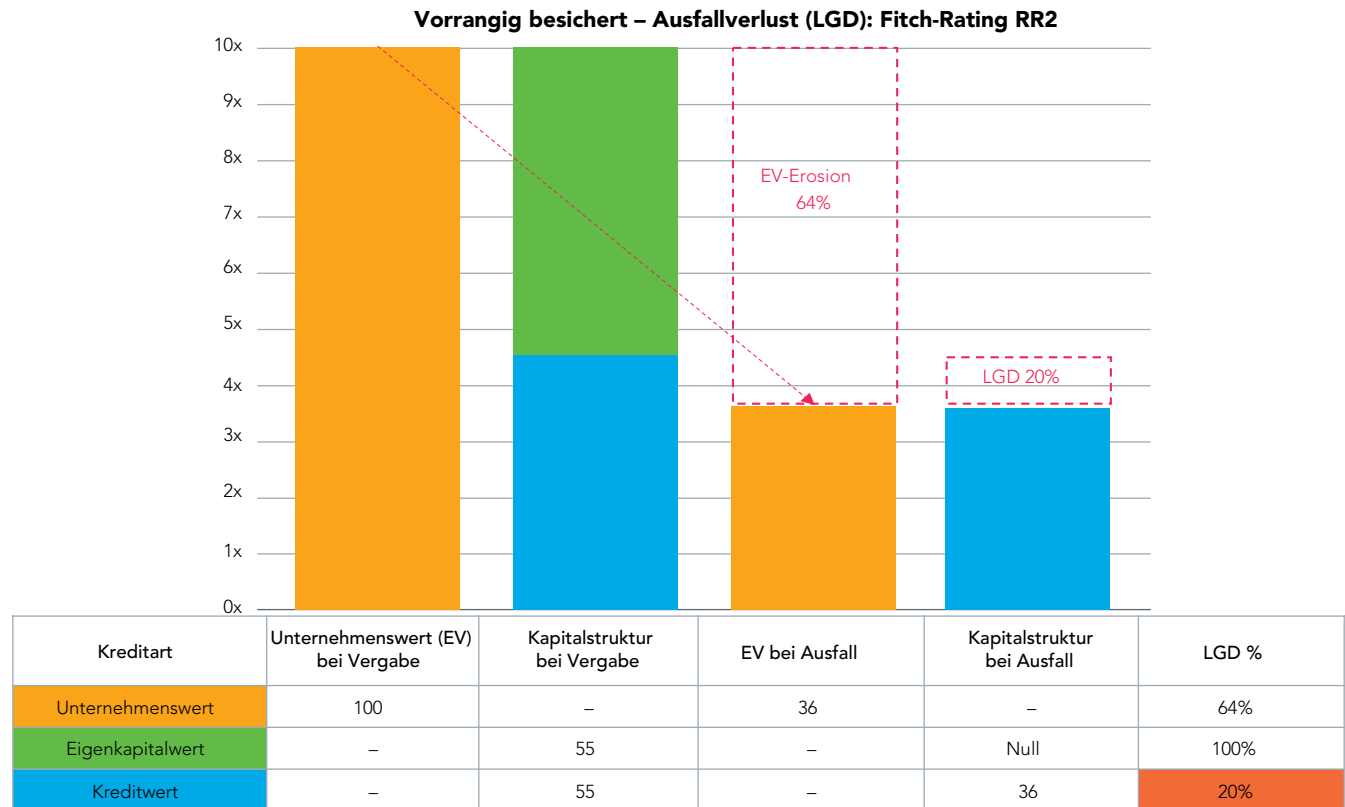
Fitch verwendet ein Bewertungssystem für die Rückgewinnung von R1 (höchste Rückgewinnungswahrscheinlichkeit) bis R6 (niedrigste Rückgewinnungswahrscheinlichkeit), das bei Unternehmen mit Bewertungen von B+ oder darunter angewendet wird (siehe die Bewertungsmatrix für die Rückgewinnung in Abbildung 3 unten).

Abbildung 3: Fitch-Bewertungsmatrix für die Rückgewinnung

Fitch Rückgewinnungsbewertung	
R1	91-100%
R2	71-90%
R3	51-17%
R4	31-50%
R5	11-30%
R6	0-10%

Quelle: Fitch-Bewertungen: Corporates Recovery Ratings and Instrument Ratings Criteria, Stand: April 2021. <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/corporates-recovery-ratings-instrument-ratings-criteria-09-04-2021>.

Abbildung 4: Rückgewinnungsraten von vorrangig besicherten Krediten



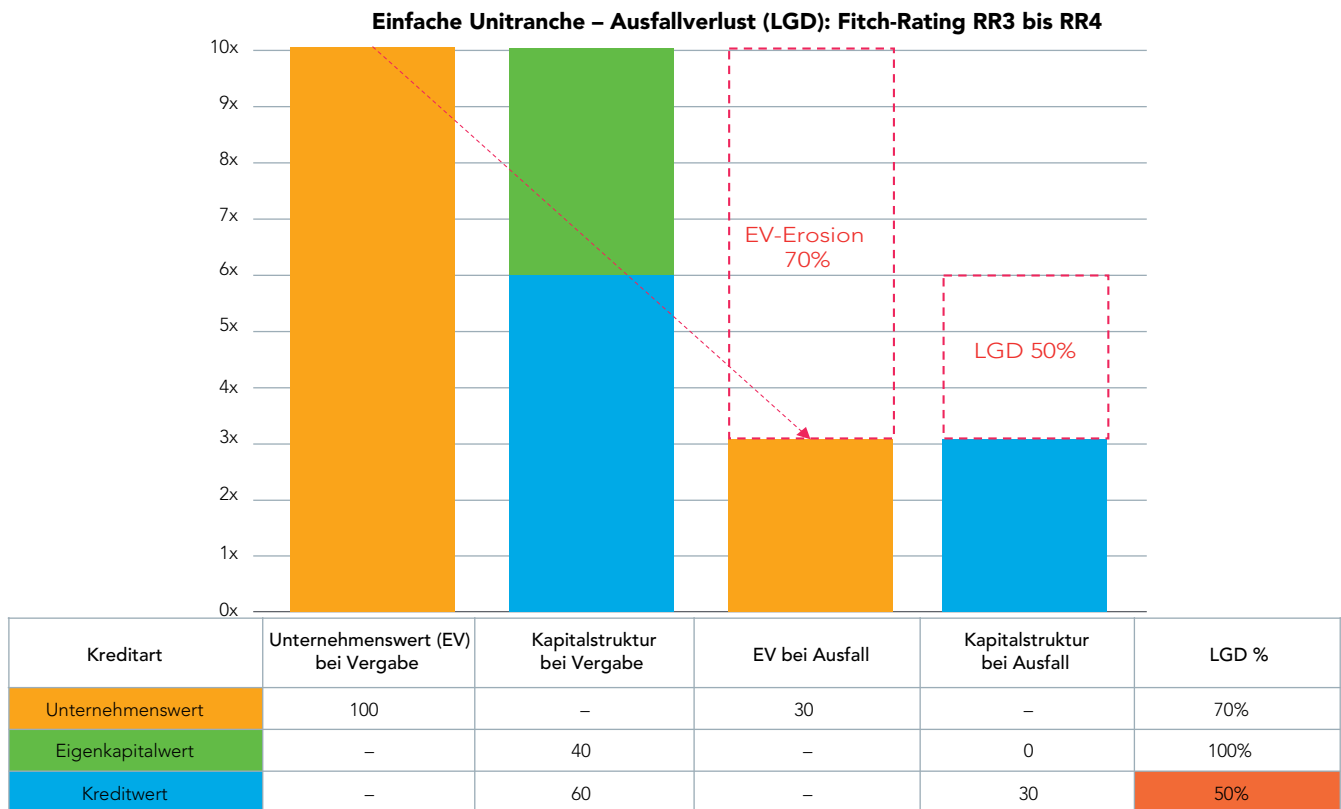
Quelle: Federated Hermes, Stand: August 2021.

Die von Fitch veröffentlichten Daten zu Anträgen auf Eröffnung des Konkursverfahrens zwischen 2003 und 2019<sup>5</sup> zeigen einen durchschnittlichen LGD von 22% bei vorrangig besicherten First-Lien-Krediten, wodurch die vorrangig besicherten Kredite im RR2-Bereich (d. h. eine Rückgewinnung von 71% bis 90%) eingestuft werden, wie in Abbildung 4 dargestellt.

<sup>5</sup> Der vollständige Bericht „Ultimate Recovery Rate Study: Solide First-Lien Term Loan Recovery Rates“, ist verfügbar unter [www.fitchratings.com](https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/most-first-lien-term-loans-see-strong-recoveries-01-10-2019). <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/most-first-lien-term-loans-see-strong-recoveries-01-10-2019>.



Abbildung 5: Einfache Unitranchen – Rückgewinnungsraten



Quelle: Federated Hermes, Stand: August 2021.

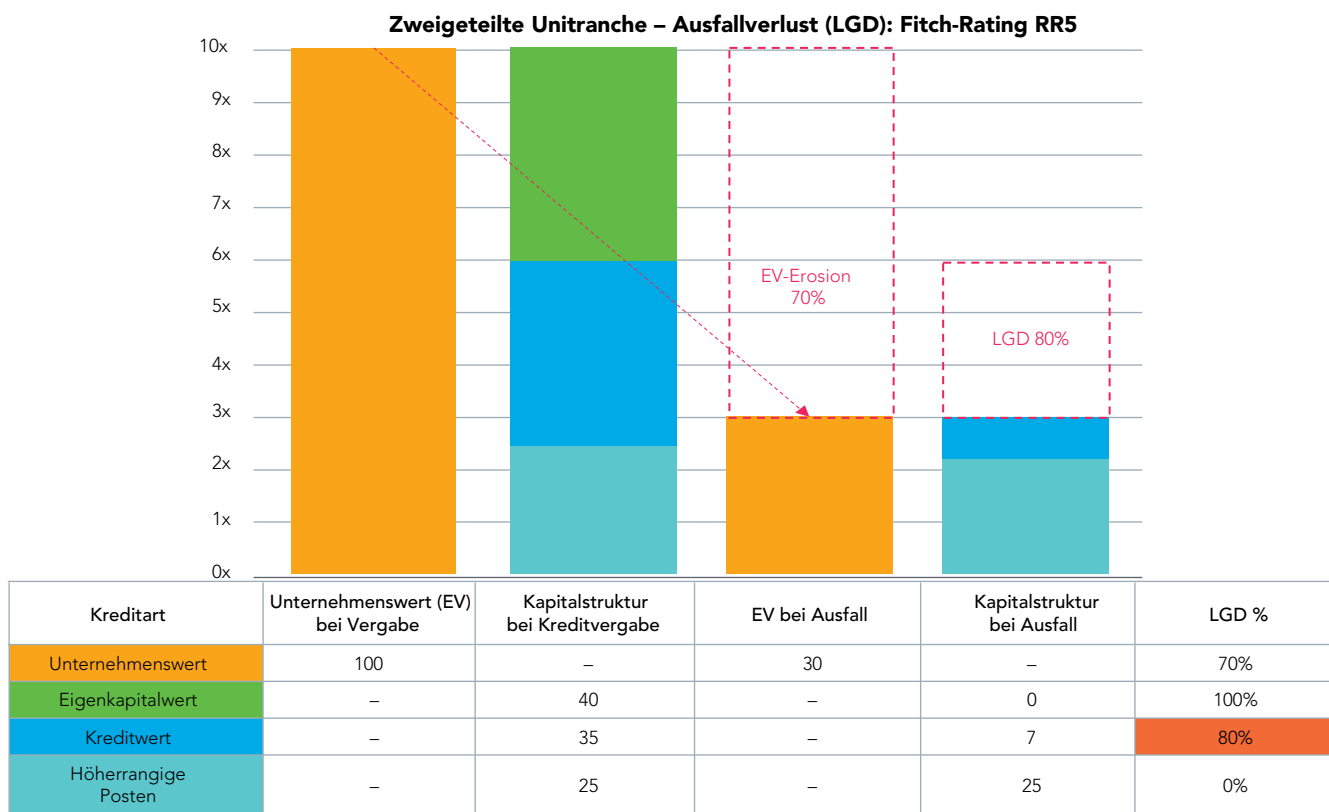
Wie in Abbildung 5 dargestellt, weist die Untersuchung von Fitch zu Unitranchen-Krediten (veröffentlicht im Februar 2021) die Rückgewinnungsraten bei vorrangig besicherten Krediten in einem Bereich von „RR3“ bis Bereich „RR4“ aus<sup>6</sup>.



<sup>6</sup> <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/first-out-lenders-see-strong-recoveries-03-02-2021>.



Abbildung 6: Rückgewinnungsraten von zweigeteilten Unitranchen Krediten

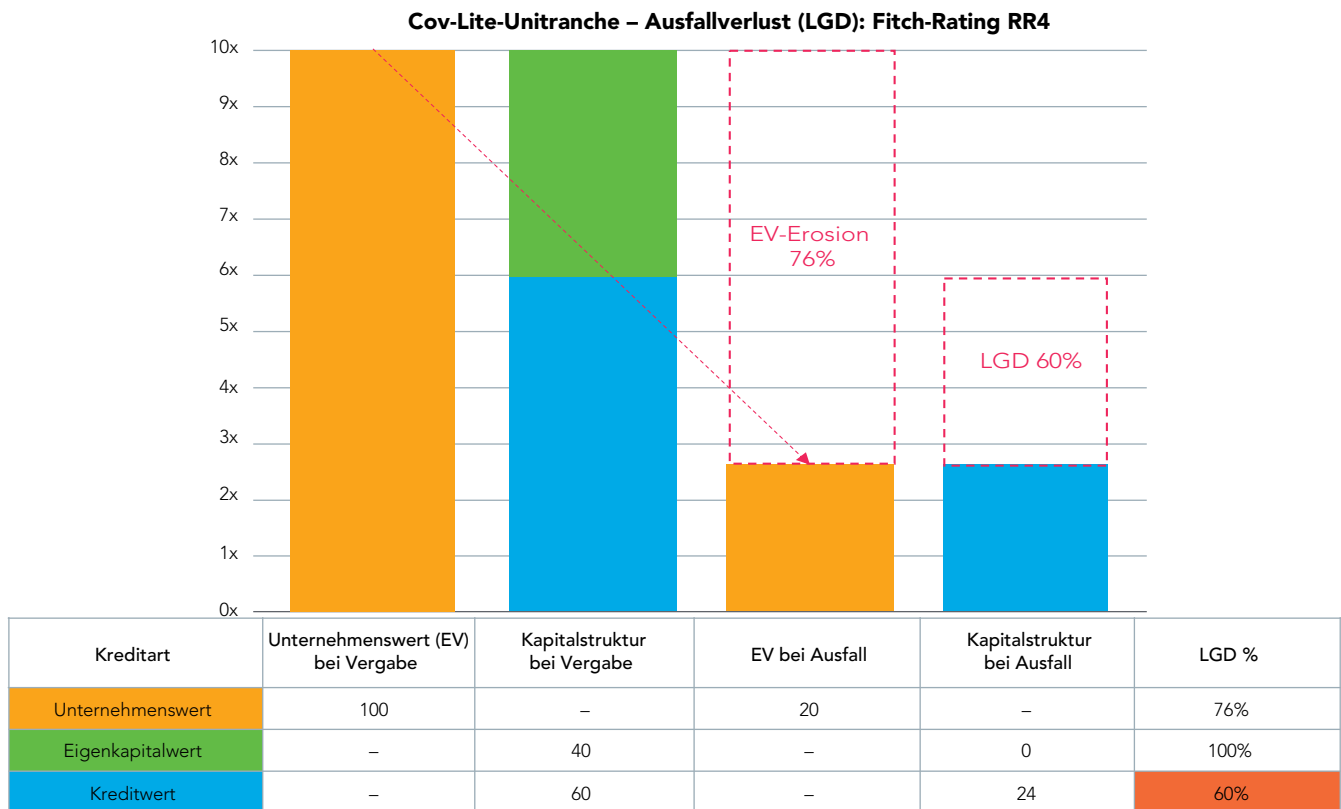


Quelle: Federated Hermes, Stand: August 2021.

Fitch weist den Last-Out-(LO)-Anteilen eine Bewertung von „RR5“ zu, was darauf hinweist, dass LO-Kreditgebern nach der Befriedigung der First-Out-Ansprüche nur noch ein begrenzter Restwert zur Verfügung steht.



Abbildung 7: Cov-lite-Unitranche – Rückgewinnungsraten



Quelle: Federated Hermes, Stand: August 2021.

Unter sonst gleichen Bedingungen erhöhen Covenants die Rückgewinnungsraten, weil sie es den Gläubigern ermöglichen, frühzeitig einzugreifen. Die veröffentlichten S&P-Daten<sup>7</sup> unterstützen die sporadischen Einzelhinweise und zeigen eine durchschnittliche Rückgewinnung von 66% bei vorrangigen, besicherten, befristeten Cov-lite-Krediten, verglichen mit 75,5% bei Nicht-Cov-lite-Krediten. Auf Grundlage der verfügbaren Nachweise sollten Unitranche-Kredite in Verbindung mit der schwachen Dokumentation in der niedrigeren RR-Einstufung von Fitch bei Unitranche-Krediten (RR4) platziert werden.

**Ausfallwahrscheinlichkeit**

Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kreditnehmer in Zahlungsausfall gerät (d. h. der Score der Zahlungsausfallwahrscheinlichkeit [PD]) steigt im Laufe der Zeit und die Zahlungsausfälle korrelieren in hohem Masse mit dem Kreditzyklus. Je länger ein Kredit aussteht, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem Zahlungsausfall kommt.

Der Hebel korreliert ebenfalls mit höheren PD-Scores. Die LossStats-Datenbank von S&P verfolgt die Rückgewinnung von Anleihen und Krediten in den USA und Europa und zeigt den Zusammenhang zwischen Hebel und PD-Ratings auf. Emittenten mit Rating BB und BB- weisen eine durchschnittliche Hebelung des 4,77-fachen bzw. 5,74-fachen auf, was in etwa die Hebel-Differenz zwischen den zuvor besprochenen vorrangigen besicherten und den Unitranche-Strukturen wiedergibt.

Daher haben wir diese Bewertungen für den Vergleich der PD-Scores von vorrangig besicherten Krediten und Unitranche-Krediten übernommen. Beide Strategien haben einen durchschnittlichen vertraglichen Anlagehorizont von sieben Jahren in der europäischen Direktfinanzierung, daher wird der durchschnittliche PD-Score für diesen Zeitraum zugrunde gelegt (siehe Abbildung 8).

Abbildung 8: S&P durchschnittliche kumulative Gesamtausfallwahrscheinlichkeit nach Unternehmensbewertung (1981-2020)

S&P kumulative Ausfallwahrscheinlichkeit nach Unternehmensbewertung								
S&P-Bewertung	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	4 Jahre	5 Jahre	6 Jahre	7 Jahre	Durchschn.
„BB“ (Vorrangig besichert)	0,48	1,52	2,96	4,34	5,76	6,88	7,92	4,27
„BB-“ (Unitranche)	0,96	2,92	5,01	7,15	9,03	10,83	12,34	6,89

Quelle: S&P Global Ratings Research, Stand: April 2021.

<sup>7</sup> <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/201013-settling-for-less-covenant-lite-loans-have-lower-recoveries-higher-event-and-pricing-risks-11687612>.

### Vergleich der risikoangepassten Renditen

Durch Multiplikation der Ausfallverlust-Scores mit den Ausfallwahrscheinlichkeits-Scores ergibt sich der erwartete Verlust (EL) für jede Kreditstruktur. Der EL wird von der Marge abgezogen, um die risikoangepasste Rendite zu berechnen – siehe Abbildung 9.<sup>8</sup>

**Abbildung 9:** Vergleich der risikoangepassten Renditen bei verschiedenen Kapitalstrukturen

Veranschaulichung Kapitalstruktur	Vorrangig besichert	Direkte Unitranchen	Cov-Lite Unitranchen	Zweigeteilte Unitranchen	Second-Lien
Bereitstellungsgebühren*	2,50%	3,50%	3,50%	3,50%	4,50%
Marge	4,50%	6,50%	6,50%	6,50%	8,50%
LGD	20%	50%	60%	80%	95%
PD	4,27%	6,89%	6,89%	6,89%	6,89%
EL	0,85%	3,45%	4,13%	5,51%	6,55%
Risikoangepasste Rendite	4,27%	3,93%	3,24%	1,86%	3,08%

\* Die Ertragsberechnung geht davon aus, dass die Bereitstellungsgebühren über eine Kreditlaufzeit von vier Jahren amortisiert werden. Quelle: Federated Hermes, Stand: Mai 2021.

Die Schlussfolgerung, die wir aus diesen Ausführungen ziehen: Die traditionellen, vorrangig besicherten, Strategien auf risikoangepasster Basis schneiden über den gesamten Zyklus hinweg besser ab als Unitranchen-Kredite, was den Anlegern eine höhere Rendite für das von ihnen eingegangene Risiko bietet. Darüber hinaus verbessert sich die relative Wertentwicklung der vorrangig besicherten Kredite ggü. Unitranchen dramatisch, da dort zusätzliche Risikofaktoren wie Cov-lite und Zweiteilung in die Kreditstruktur mit aufgenommen werden.

### Teil Vier: Effektiver Einsatz privater Kreditstrategien

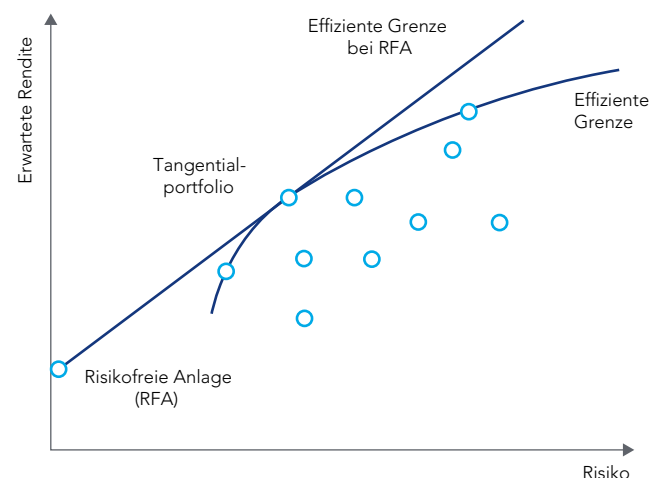
Anleger priorisieren häufig ihre Anforderungen an die Gesamtrenditen vor der Risikooptimierung, was zu suboptimalen Anlagen führt. Diese liefern zwar absolut höhere erwartete Renditen, weisen aber im Vergleich zu Investitionsmöglichkeiten mit niedrigerer Rendite und niedrigerem Risiko ein überproportional höheres Risiko auf.

Das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zeigt auf theoretischer Ebene, warum dieser Ansatz fehlerhaft ist und illustriert, warum rationale Anleger nur Vermögenswerte halten sollten, die die Renditen für ein bestimmtes Risikoniveau optimieren.

Die „effiziente Grenze“ stellt die Linie dar, entlang der die effizientesten Teile des investitionsgeeigneten Universums liegen (siehe Abbildung 10). Formell sind es diejenigen Portfolios, welche die Bedingung erfüllen, dass kein anderes investierbares Portfolio mit einer höheren erwarteten Rendite für ein bestimmtes Risikoniveau existiert.

**Sobald die optimale Risiko-Rendite-Strategie identifiziert wurde, wird der Hebel definiert, um die Risikostufe zu steigern und die erwarteten Renditen zu erhöhen.**

**Abbildung 10:** Risiko versus erwartete Rendite mit Darstellung der effizienten Grenze



Quelle: Federated Hermes. Nur zur Veranschaulichung

Das CAPM wird durch die Linie dargestellt, die die risikofreie Rendite mit dem Tangentialpunkt an der effizienten Grenze optimaler Portfolios verbindet. Wenn Anleger Kredite zum risikofreien Renditesatz aufnehmen (vergeben) und die Erlöse in das Tangentialportfolio investieren, erhöhen (verringern) sie die erwartete Rendite. Gleichzeitig sind sie nur in dem Vermögenswert engagiert, der die beste und effizienteste Kombination aus Risiko und Rendite bietet.

Unter Anwendung des CAPM auf den in diesem Papier diskutierten risikoangepassten Rahmen würden Direct-Lending-Anleger nur in vorrangig besicherte Fonds investieren, da sie die effizienteste Risiko-Rendite-Strategie (d. h. das Tangentialportfolio) innerhalb ihrer Anlageuntergruppe darstellen.

Sobald die optimale Risiko-Rendite-Strategie identifiziert wurde, wird die Hebelung eingesetzt, um die Risikostufe zu steigern und die erwarteten Renditen zu erhöhen. Um dies zu demonstrieren, stellen Sie sich vor, dass ein Anleger für seine Direct-Lending-Allokation eine Mindestrendite von 7% benötigt. Es werden ihm nur zwei Anlageoptionen präsentiert, darunter die zuvor besprochenen vorrangigen besicherten und Unitranchen-Strukturen (siehe Abbildung 11).

**Abbildung 11:** Vergleich der Bruttoerträge

Veranschaulichung Kapitalstruktur	Vorrangig besichert	Direkte Unitranchen
Bereitstellungsgebühren*	2,50%	3,50%
Marge	4,50%	6,50%
Bruttoertrag	5,12%	7,37%
Risikoangepasste Rendite	4,27%	3,93%

\* Die Ertragsberechnung geht davon aus, dass die Bereitstellungsgebühren über eine Kreditlaufzeit von vier Jahren amortisiert werden. Quelle: Federated Hermes, Stand: August 2021.

<sup>8</sup> Hinweise zur Vergleichsstatistik: Die PD basiert auf einem kumulativen Durchschnitt von sieben Jahren, der die Anzahl der Beobachtungen pro Jahr nicht berücksichtigt





Nur auf Grundlage dieser Daten würden sich die meisten Anleger für die direkte Unitranchen-Option entscheiden. Abbildung 12 zeigt jedoch, wie ein Fondsverwalter 50% des investierten Kapitals zu den aktuellen Marktzinsen aufnehmen kann, was zu einem attraktiveren Risiko- und Renditeprofil führt, das die Mindestanforderung erfüllt und gleichzeitig eine überlegene Brutto- und risikoangepasste Rendite mit geringeren erwarteten Verlusten bietet.

**Abbildung 12:** Vergleichende Analyse der fremdfinanzierten Renditen

Analyse der fremdfinanzierten Renditen	Vorrangig besichert	Unitranchen
Kreditbetrag (Mio. €)	50	50
Leverage-Grad	50%	0%
Anlegerfonds (Mio. €)	25	50
Geliehene Mittel (Mio. €)	25	0
Bereitstellungsgebühren*	2,5%	3,5%
Marge	4,5%	6,5%
LIBOR	0,0%	0,0%
PD	4,3%	6,9%
LGD	40,0%	50,0%
Erwarteter Verlust	1,7%	3,4%
Fremdkapitalkosten	2,4%	2,4%
<b>RAROC</b>	<b>4,43%</b>	<b>3,93%</b>
<b>Bruttoertrag</b>	<b>7,85%</b>	<b>7,38%</b>

Quelle: Federated Hermes, Stand: Mai 2021.

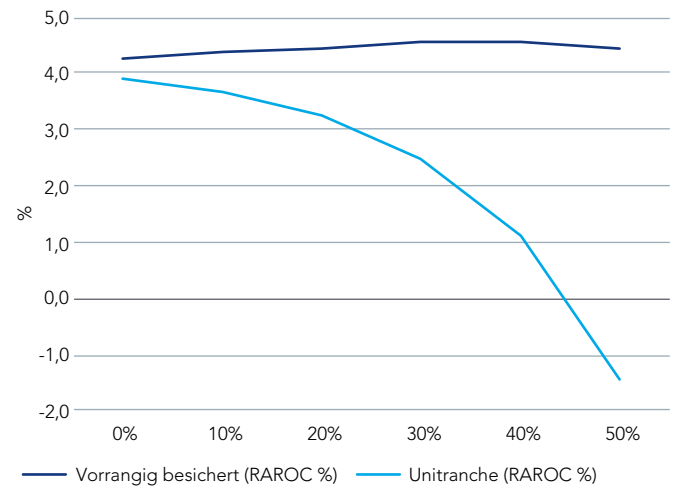
Die Formel für die risikoangepasste Kapitalrendite (RAROC) lautet wie folgt:

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Ertrag} - \text{Kosten} - \text{erwarteter Verlust} + \text{„risikofreier Zins“}}{\text{investiertes Kapital}}$$

Darüber hinaus zeigt Abbildung 15, dass die Strategie vorrangig besicherter Schulden die Unitranchen auf direkter Vergleichsbasis übertrifft, unabhängig vom Hebel, der vom Fondsverwalter aufgrund seines optimierten Risiko-Rendite-Profiles eingesetzt wird.

**Federated Hermes beobachtet einen zunehmenden Trend, dass nämlich Manager von Mittelmarktfonds die Hebelung in dieser Form anwenden, was den Wunsch widerspiegelt, die Renditen zu steigern und die „Schlagkraft“ zu erhöhen.**

**Abbildung 13:** Vorrangig besichert vs. Unitranchen: Ein Vergleich der fremdfinanzierten Renditen



Hebelungsgrad*	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	65%
Vorrangig besichert (RAROC %)	3,09%	3,15%	3,25%	3,37%	3,53%	3,75%	4,09%	4,33%
Unitranchen (RAROC %)	3,06%	2,82%	2,58%	2,34%	2,10%	1,86%	1,62%	1,50%

**Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für die künftige Wertentwicklung.**

\*Prozentsatz des Kapitals, das für Investitionen geliehen wird.  
Quelle: Federated Hermes, Stand: August 2021.

Federated Hermes hat einen zunehmenden Trend beobachtet: Nämlich dass Manager, die Mittelmarktfonds verwalten, den Hebel in dieser Form anwenden; das widerspiegelt den Wunsch, die Renditen zu steigern und die „Schlagkraft“ zu erhöhen. Die Hebelung ist jedoch nicht ohne Risiken. Zusätzlich zur Steigerung der Renditen bei einer positiven Entwicklung kann sie bei einer negativen Entwicklung die Verluste stark vergrößern. Daher sollten Anleger diesen Ansatz nur dann in Betracht ziehen, wenn sie Vertrauen in die Fähigkeit der Fondsverwalter haben, die richtigen Kredite zu wählen und unerwartete Verluste zu minimieren. Die Streuung der Wertentwicklung bei der Direktfinanzierung (im Vergleich zu anderen liquiden Kreditstrategien) unterstreicht die Bedeutung der Auswahl von Managern privater Kredite mit einer starken Bilanz und nachgewiesenem Zugang zu hochwertigen Direktfinanzierungstransaktionen.

## Schlussfolgerung

Es sei darauf hingewiesen, dass diese Analyse als Rahmen für den Vergleich von Strategien zur Direktfinanzierung auf relativer Basis und nicht als Schätzung der erwarteten Renditen, ob indikativ oder anderweitig, gedacht ist. Die Ergebnisse zeigen jedoch deutliche Unterschiede zwischen Unitranche und traditionellen, vorrangig besicherten, Krediten auf. Weiters verdeutlichen sie, wie Unitranche-Strategien, die auf eine hohe Bruttorendite abzielen, häufig eine Vielzahl zusätzlicher Risikofaktoren verschleiern, die zu einer suboptimalen Risikoallokation führen können.

Die richtige Strategie hängt von den Anlageprioritäten ab und für viele Anleger wird weiterhin die attraktive Rendite von Unitranche verlockend wirken. Für einen erheblichen Teil der institutionellen Anleger sind jedoch die Vorhersehbarkeit der Einnahmen und der Schutz vor Verlusten ein Hauptanliegen. Für diese Anleger dürfte die aktuelle Bandbreite der Unitranche-Fonds zu risikobehaftet sein und/oder mit ihrem Ansatz eines angepassten Risikos unvereinbar sein.

Für Anleger, deren Direktfinanzierungen im Portfolio einen Teil ihrer liquiden Kreditallokation ersetzen, anstatt eine Alternative zu Private-Equity-Allokationen oder Wachstum zu sein, ist ein stetiges, risikoarmes Profil mit einem fairen Aufschlag gegenüber liquiden Anleihen eine häufig verwendete Option.

Inzwischen ist die Hebel-Nutzung auf Fondsebene eine attraktive Option für Anleger, die ihre Bruttoerträge aus traditionellen, vorrangig besicherten, Strategien steigern und gleichzeitig einen konservativen Anlageansatz beibehalten möchten, der mit der Kapitalerhaltung und optimalen risikoangepassten Renditen im Einklang steht.

Weitere Informationen zu den Direct-Lending-Kapazitäten von Federated Hermes finden Sie unter [www.hermes-investment.com](http://www.hermes-investment.com) oder in den sozialen Medien.

## Der Ansatz von Federated Hermes bei Direct Lending

Die Private-Debt-Fonds von Federated Hermes zielen darauf ab, Anlegern einen risikoarmen Einstieg in die Direktfinanzierung (Direct Lending) zu ermöglichen, wobei sie sich auf den Kapitalerhalt und ein attraktives Einkommensniveau über Markt- und Konjunkturzyklen hinweg konzentrieren. Unser europäisches Portfolio, das sich auf die traditionelle, vorrangig besicherte, Stufe der Kapitalstruktur konzentriert, hat bei Kreditvergabe ein durchschnittliches Eigenkapitalpolster von 60% mit einem durchschnittlichen Netto-Hebel des 3,8-Fachen bei der Kreditvergabe. Seit der Einführung unseres ersten Fonds im Jahr 2016 haben wir eine Ausfallrate von 0%, was wir unserem Fokus auf konservativ strukturierte Kredite, nicht zyklische Endmärkte und hohe wiederkehrende Erträge und Cashflows zuschreiben. Für Anleger, die einen höheren Renditebedarf haben, bieten wir auch Hebellösungen an. Diese können Bruttorenditen liefern, die mit denen der Unitranche im Einklang stehen. Gleichzeitig bieten sie aber die robusten Schutzrechte für Kreditgeber und einen Wertschutz, der mit traditionellen, vorrangig besicherten, Darlehen vergleichbar ist.



## Federated Hermes

Federated Hermes ist weltweit führend bei aktiv gemanagten, verantwortungsvollen Anlagen.

Geleitet von unserer Überzeugung, dass verantwortungsvolles Investieren der beste Weg ist, um langfristig Wohlstand zu schaffen, bieten wir spezialisierte Kompetenzen in den Bereichen Aktien-, Renten- und Privatmärkte, Multi-Asset- und Liquiditätsmanagement-Strategien sowie weltweit führendes Stewardship.

Unser Ziel ist es, die Menschen bei der Geldanlage und der Finanzierung ihres Ruhestands zu unterstützen, dafür zu sorgen, dass unsere Kunden bessere risikobereinigte Renditen erzielen, und zu positiven Ergebnissen beizutragen, die Menschen in der ganzen Welt zugutekommen.

Alle bisher von Hermes durchgeführten Aktivitäten bilden nun das internationale Geschäft von Federated Hermes. Unsere Marke hat sich weiterentwickelt, aber wir bieten immer noch die gleichen klaren Investitionsvorschläge und bahnbrechenden Dienstleistungen für verantwortungsvolles Investment und Stewardship an, für die wir bekannt sind – zusätzlich zu wichtigen neuen Strategien aus der gesamten Gruppe.

## Unsere Investment- und Stewardship-Fähigkeiten:

- **Aktive Aktienanlagen:** global und regional
- **Festzinsanlagen:** über Regionen, Sektoren und die Zinsstrukturkurve hinweg
- **Liquidität:** Lösungen auf der Grundlage der Erfahrung aus vier Jahrzehnten
- **Private Märkte:** Immobilien, Infrastruktur, Private Equity und Schuldtitel
- **Stewardship:** Unternehmensengagement, Stimmrechtsvertretung, politische Interessenvertretung

Weitere Informationen finden Sie unter [www.hermes-investment.com](http://www.hermes-investment.com), oder treten Sie über die sozialen Medien mit uns in Verbindung:



**Der Wert der Anlagen und der daraus resultierenden Erträge kann steigen oder fallen und es kann sein, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag nicht zurückerhalten. Anlagen an Auslandsmärkten können Wechselkursänderungen unterworfen sein. Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung ist kein zuverlässiger Hinweis auf künftige Ergebnisse. Dieses Portfolio enthält illiquide Vermögenswerte. Aufgrund der Art dieser Vermögenswerte, die in der Regel privat, einzigartig und massgeschneidert sind, können diese Portfolioanlagen nicht so leicht auf dem Markt verkauft werden wie öffentlich gehandelte Wertpapiere. Die Möglichkeit, die Anlage zurückzuerlangen, ist eingeschränkt und kann erheblich verzögert oder unmöglich sein.**

**Nur für professionelle Anleger.** Dieses Dokument ist für Marketingzwecke gedacht. Dieses Dokument stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot an eine Person zum Kauf oder Verkauf der entsprechenden Wertpapiere, Finanzinstrumente oder Produkte dar, noch stellt es ein Angebot zum Kauf von Wertpapieren für eine Person in den Vereinigten Staaten oder eine US-Person im Sinne des US Securities Exchange Act von 1933 dar. Dabei werden weder die individuellen Anlageziele noch die finanziellen Bedürfnisse eines Begünstigten berücksichtigt. Auf der Grundlage dieses Dokuments sollten keine Handlungen vorgenommen oder unterlassen werden. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Umständen ab und kann sich ändern. Dieses Dokument stellt keine Beratung in Rechts-, Steuer- oder Anlageangelegenheiten dar. Die Anleger müssen sich daher in dieser Hinsicht auf ihre eigene Überprüfung verlassen oder Beratung einholen. Bevor Sie eine (neue oder fortlaufende) Anlage tätigen, konsultieren Sie bitte einen Fachmann und/oder Anlageberater bezüglich der Eignung der Anlage. Alle Zahlen stammen, sofern nicht anders angegeben, von Federated Hermes. Alle Angaben zur Wertentwicklung beinhalten die Wiederanlage von Dividenden und anderen Erträgen. Weitere Informationen zum Fonds finden Sie im Information Memorandum.

Herausgegeben und genehmigt von Hermes Fund Managers Ireland Limited („HFML“). HFML ist von der Central Bank of Ireland zugelassen und wird von dieser reguliert. Eingetragene Adresse: The Wilde, 53 Merrion Square, Dublin 2, Irland. HFML hat Hermes Investment Management Limited („HIML“) beauftragt, in bestimmten Ländern Vertriebsaktivitäten in Bezug auf den Fonds durchzuführen. Hermes Investment Management Limited ist von der Financial Conduct Authority zugelassen und wird von dieser reguliert. Eingetragene Adresse: Sixth Floor, 150 Cheapside, London EC2V 6ET, Vereinigtes Königreich. Telefongespräche können zu Zwecken der Schulung und Überwachung aufgezeichnet werden. Potenzielle Anleger im Vereinigten Königreich werden darauf hingewiesen, dass eine Entschädigung im Rahmen des britischen Financial Services Compensation Scheme möglicherweise nicht verfügbar ist.

**In Südkorea:** HIML macht keinerlei Zusagen hinsichtlich der Berechtigung der Empfänger dieses Dokuments zum Erwerb der Fondsanteile gemäss den Gesetzen von Korea, unter anderem dem Foreign Exchange Transaction Act und den in dessen Rahmen erlassenen Verordnungen. Der Fonds wurde nicht gemäss dem koreanischen Gesetz für Finanzanlagendienste und Kapitalmärkte (Financial Investment Services and Capital Markets Act of Korea) registriert und darf in Korea oder in Korea ansässigen Personen nicht direkt oder indirekt angeboten, verkauft oder geliefert werden oder anderen zum direkten oder indirekten Wiederangebot oder Wiederverkauf in Korea oder an in Korea ansässige Personen angeboten oder verkauft werden, es sei denn, dies geschieht gemäss den geltenden Gesetzen und Vorschriften Koreas.

**In der Schweiz:** Der Sitz des Fonds ist Luxemburg. Dieses Dokument darf in der Schweiz nur an qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3, 3bis und 3ter KAG vertrieben werden. Der Vertreter in der Schweiz ist ACOLIN Fund Services AG, Leutschenbachstrasse 50, CH-8050 Zürich. Die Zahlstelle ist NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1/am Bellevue, P.O. Postfach, CH-8024 Zürich. Die wichtigsten Dokumente des Fonds sowie der Jahresbericht und ggf. der Halbjahresbericht sind kostenlos bei der Schweizer Vertretung erhältlich. Bezüglich der in der Schweiz oder von der Schweiz aus vertriebenen Anteile sind der Erfüllungsort und die gerichtliche Zuständigkeit am Geschäftssitz des Vertreters. Bei der Angabe von Daten zur Wertentwicklung werden angefallene Provisionen und Kosten für die Ausgabe und die Rücknahme von Einheiten nicht berücksichtigt.

BD008161 0011349 08/21