

Quartalsrückblick

9.2.2021

EMEA Finanzierungsumfeld

Die beispiellosen Massnahmen der Zentralbanken in Kombination mit gross angelegten Regierungsprogrammen zur Stabilisierung von Wirtschaft, Märkten, Investoren und vor allem Unternehmen sorgten weiterhin für Beruhigung und boten ein ideales Umfeld für Emittenten in Q4 2020 nach einer starken Erholung in Q3 2020, wobei sich die Spreads aufgrund renditehungriger / risikoscheuer Investoren weiter einengten. Trotz der Achterbahnfahrt 2020 verzeichneten europäische Leveraged Loans immer noch eine Rendite von über 2,7%. Unnötig zu sagen, dass sich ohne die genannten Massnahmen ein ganz anderes Bild ergeben hätte. Da COVID-19 nicht nur in Europa, sondern weltweit trotz der ersten Impfstoffeinführungen immer noch im Mittelpunkt steht, bleibt die Vorsicht an den Märkten gross. Nur die Zeit wird zeigen, wie viel Verwüstung die Pandemie bei den Unternehmen angerichtet hat. Umso vorsichtiger werden Investoren in 2021 vorgehen, bis die Transparenz eine bessere Entscheidungsgrundlage bietet.

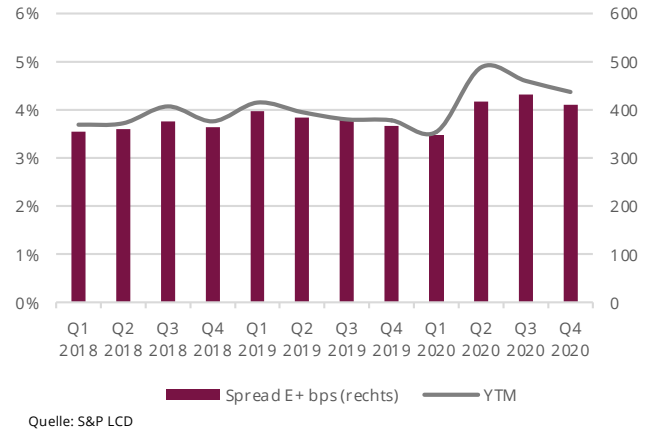
Leveraged Loan Markteinblick

Die Neuemissionen in Europa fielen im Jahr 2020 um rund 25% zum Vorjahr auf EUR 51,7 Mrd. Trotz eines starken Angebots für Kreditpapiere von CLOs bedeutet dies das vierte Jahr in Folge mit rückläufigen Volumina. 2020 zeigte auch wegen der Pandemie verhaltene Buyout-Aktivitäten mit einem Minus von 21% zum Vorjahr. Ein starker Anstieg der Kreditzinsen belastete die Refinanzierungs- und Dividenden-Rekapitalisierungsaktivitäten für den Grossteil des Jahres und reduzierte die Volumina um 35% zum Vorjahr. Die Emissionstätigkeit in Q4 2020 fiel auf einen Tiefstand von EUR 8,9 Mrd., nicht einmal 50% des Niveaus von Q4 2019. Die tiefe Aktivität wurde dadurch verstärkt, dass 2020 neue Hochzinsanleihen im Wert von EUR160 Mrd. begeben wurden, ein Höchststand seit 2017. Diese Volumina wurden durch niedrige Zinssätze und unterstützende Massnahmen der Zentralbanken angeheizt, eine Beruhigung für renditesuchende Investoren.

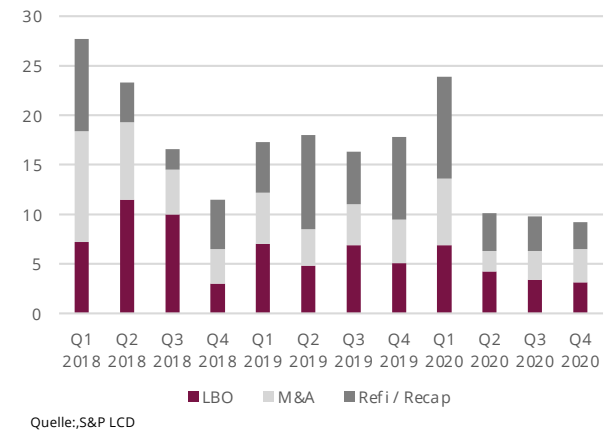
Debt Capital Market Insights

Der europäische High-Yield-Markt erreichte 2020 EUR 160 Mrd. gegenüber 152 Mrd. in 2019. Nach über EUR 40 Mrd. in Q1 fielen Q2 und Q3 unter EUR 40 Mrd., um dann im Q4 mit EUR 44 Mrd. übertroffen zu werden. Die Anzahl Bonds variierte über die Quartale hinweg, wobei Q1, Q3 und Q4 70 oder mehr Emissionen verzeichneten, während Q2 mit 42 deutlich tiefer zu liegen kam. Auch das durchschnittliche Emissionsvolumen variierte H1 vs. H2 2020 stark. Der Markt wurde mit über 60% Anteil der Transaktionen von "BB"-Emittenten dominiert, was vor allem auf die "gefallenen Engel" zurückzuführen ist, die wie etwa Marks & Spencer oder Renault während 2020 ihr Investment-Grade-Rating verloren hatten. Nach Sektoren machten Finanzwerte mit 34% den größten Anteil aus, gefolgt von Telekommunikation (14%), Industrierwerten (13%) und Konsumgüterdienstleistungen (11%). Der LBO von ThyssenKrupp Elevator stellte mit EUR 4 Mrd. die grösste Emission dar, gefolgt von Fiat Chrysler mit EUR 3,5 Mrd. Insgesamt erreichten die 10 grössten Emissionen ein Gesamtvolumen von rund EUR 26 Mrd.

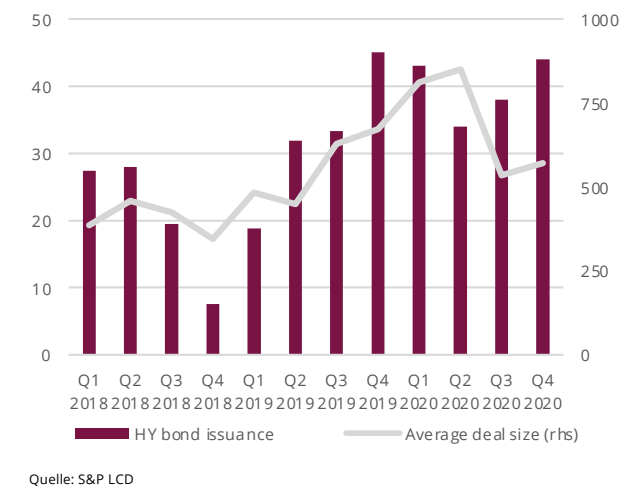
Leveraged Loan Preisänderungen EMEA (bps)



Leveraged Loan Emissionen EMEA (EUR Mrd.)



High Yield Anleihsenmissionen EMEA (EUR Mrd.)



Private Debt Marktrückblick

Angetrieben von der pandemiebedingten Abschwächung, der Verlagerung persönlichem auf Remote-Fundraising und der Tatsache, dass einige der grössten Fonds das Fundraising bereits beendet hatten, sank das Private-Debt-Fundraising im Jahresvergleich auf USD 110 Mrd. 2020 waren weniger grosse Distressed-Fonds zu verzeichnen, da einige der grösseren Manager vor 2020 Kapital aufnahmen und Fonds schlossen, wodurch der Anteil am Gesamtkapital auf 16% sank. Senior Debt, aufgrund seines geringeren Risikoprofils in unsicheren Zeiten gefragt, machte rund 40% des eingeworbenen Kapitals aus. Die durchschnittliche geschlossene Senior-Debt-Fondsgrösse lag 2020 erstmals seit 2008 über USD 1 Mrd., getrieben durch das Wachstum von Private-Debt-Markennamen, die in der Lage sind, Kapital für grössere Fonds anzuziehen. Der USD 12 Mrd. schwere Direct-Lending-Fonds von Apollo ist ein Beispiel dafür. Das Fundraising in Europa lag fast gleichauf mit den USA, was die Bedeutung dieser Region für Private Debt unterstreicht, in der Investoren gute Chancen und einen steigenden Finanzierungsbedarf der Unternehmen sehen.

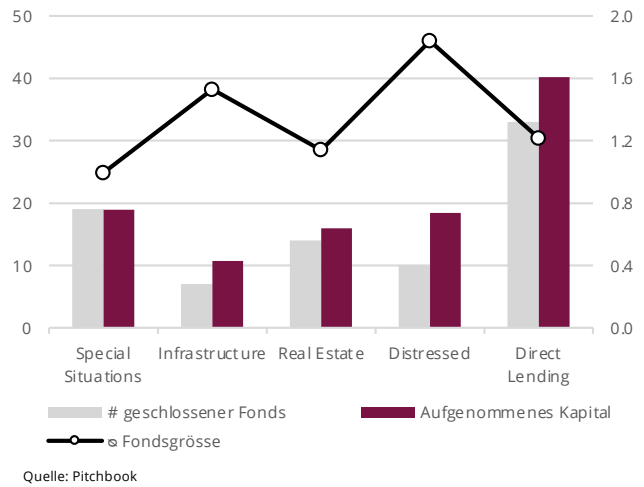
Rating Markt Rückblick

Mit dem Ausbruch der Pandemie erlebten die Kapitalmärkte und Investoren eine beispiellose Welle von Aktionen durch die Ratingagenturen, die durch den volatilen Ölpreis im 2. Quartal noch weiter gesteigert wurde. Am stärksten betroffen waren die Sektoren Investitionsgüter, Transport, Automobil, Medien und Unterhaltung, Einzelhandel und Energie. Die allgemeine Ratingverschlechterung hat die Tendenz in Richtung Non-Investment-Grade fortgesetzt, das mittlerweile über 50 % aller Emittenten ausmacht. Während Europa mit rund 43% etwas besser dasteht, hat die Region einen deutlichen Anstieg der am niedrigsten bewerteten "CCC-C"-Emittenten zu verzeichnen, was die zunehmende Fragilität und die stetige Angleichung an ihre US-Pendants unterstreicht. Während sich die Ratingausblicke zum Jahreswechsel 2021 wieder etwas stabilisiert haben, belasten Unsicherheiten zur Entwicklung der Pandemie, staatliche Massnahmen und die Finanzpolitik der Unternehmen weiterhin die Ratings.

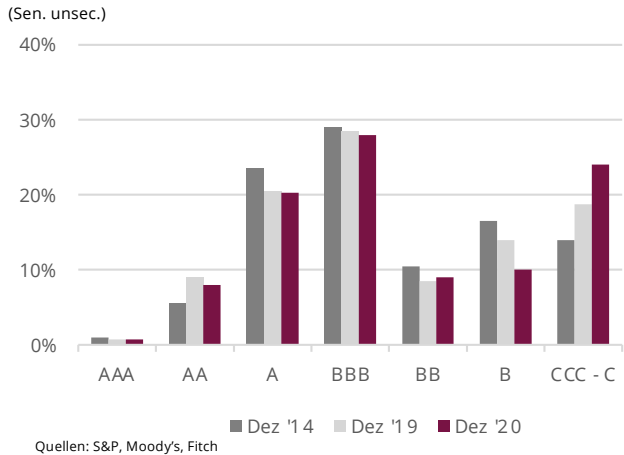
Vorsicht vor dem Entzug staatlicher Hilfsmassnahmen

Interessanterweise waren die Zahlungsausfälle im Frühjahr 2020 deutlich geringer als erwartet. In ganz Europa gerieten USD 36 Mrd. an gerateten Schulden in Verzug, gegenüber USD 6 Mrd. in 2019. In Anbetracht des erwähnten Rating Downgrade-Tsunamis und der düsteren Prognosen haben sich die Ausfälle in ganz Europa einigermaßen gut gehalten. Allerdings, und das ist aus unserer Sicht entscheidend, haben Zentralbanken und Regierungen die Entwicklung der Ausfälle verschleierte, was zu einer Entkopplung der Marktpreise von den fundamentalen Entwicklungen aus Sicht der Kapitalmärkte führte. Dennoch wird ein starker Anstieg der Ausfälle im 1. Halbjahr 2021 auf 5%, im ungünstigsten Fall sogar 9%, erwartet. Dies unterscheidet sich weitgehend vom europäischen Bankenmarkt und spiegelt die wahrgenommenen Risiken von Grossunternehmen, aber auch KMUs wider. Es überrascht nicht, dass die Banken in Europa das Kreditrisiko negativer bewerten. Die Verschärfung der Kreditvergabe der Banken ist im 2. Halbjahr 2020 sprunghaft angestiegen, vor allem bei KMUs in Erwartung der allmählichen Demaskierung der staatlichen Massnahmen.

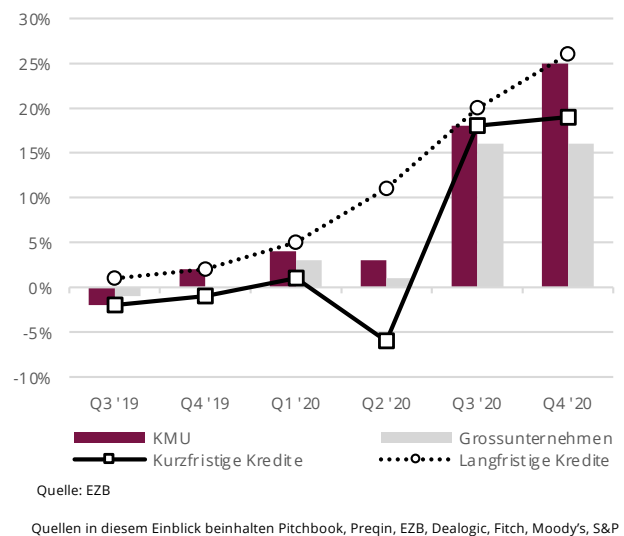
Private Debt pro Fondstyp 2020 (USD Mrd.)



Ratingverschlechterung Europäischer Emittenten



Verknappung der Unternehmenskredite in Europa (netto)



PILFOR ist ein unabhängiges und spezialisiertes Debt & Capital Beratungsunternehmen für die Optimierung von Finanzierungszugang – finanzielle Flexibilität - Finanzierungskosten