

BARINGS

# 永久業務 發展公司(BDC) 2024年投資亮點

隨著永久BDC產品的增長及普及，加上市場狀況改善，  
有望於2024年推動投資需求。

僅供專業投資者使用

## 不斷增長的私募信貸另類投資策略

有別於傳統封閉式基金，永久業務發展公司(Business Development Company, BDC)提供每月申購&季贖回，雖然問市僅三年，已受到越來越多投資者的青睞。永久BDC允許投資者每月以較低的最低投資金額投資於充分多元化的投組，並能即時獲得配息，從而擴大私募資產類別的投資管道。

這種結構還允許季贖回(基於資產淨值)，並消除了許多投資者認為傳統封閉式基金具有的缺陷(如：成長期的J曲線性質，令多元化程度較低的封閉式基金投組在增長期間面對特定發行人風險，並導致投資初期及後期的報酬未臻理想)。

鑑於這些結構性優勢，我們預期2024年機構及財富管理的投資者對永久BDC的需求將會增加。



## 回顧與展望

2023年的交易量主要來自「附加(add-on)」交易，在高利率不利於「新」交易的情況下，私募股權企業進行小規模收購，以幫助其投組企業實現增長，新交易有望於2024年有所增長。利率已經趨於平穩，並有可能下跌，私募股權企業可能會從退出現有投組並將資本返還有限合夥人方面感受到壓力。雖然「附加」項目於2023年約佔私募信貸交易的70%<sup>1</sup>，但由於證券交易委員會(SEC)修訂1940法案(1940-Act)基金的監管規定，不具成熟投組的永久BDC只能參與30%的市場交易量。由於缺乏新交易，許多永久BDC只能進入大型企業市場中競爭更激烈的領域，在那些領域，未經調整的債務及息前稅前折舊攤銷前利潤(EBITDA)槓桿率可能極高，而財務契約及結構性保護匱乏。

展望2024年，市場力量應會緩解永久BDC管理人的部份壓力，特別是成立年期較短投組的管理人，不過一些投組可能有很多源自競爭更激烈大型企業的交易，需要更多時間消化。

在技術面，隨著資金加速流入，新發行量仍較低，2023年新發行定價(用利差及原始發行折價表示)收緊。這再次突顯出參與成熟投組的好處，因為成熟投組按年份進行分散投資，且不會受到任何一種市場環境的過度影響。此外，成熟投組亦能夠參與「附加」項目。隨著新交易可能於2024年回升，我們預計供需動態將更為均衡，定價可能更有利於債權人(lender)。

## 機會在何處

就股權投組而言，投資者通常希望在長期內獲得8%~10%的年化報酬。然而，這些報酬極為依賴隨市場情緒波動的本益比，而永久BDC的報酬則是基於相關投組企業的契約現金流(contractual cash flow)。如今，永久BDC/私募信貸投資者有機會主要透過投資第一留置權優先擔保貸款支持的投組，獲得與股權相似的報酬潛力。通常，資本結構中第一優先權(first-lien)貸款之償債順位優於股權和次順位資本，如果相關企業價值下跌，後者將首先吸收所導致的損失。即使相關企業價值下跌超過50%，在中型市場的一般「中型」交易中，第一優先權貸款仍將獲得全額保障。關鍵在於，私募信貸報酬並不是根據假設的盈餘增長率或本益比的擴張；而是基於契約現金流，因此波動性較低。

1. 資料來源：霸菱。截至2023年12月21日。



# 如何降低下檔風險.....

鑑於私募信貸在逾十五年來都提供具吸引力的報酬，投資者還是不免會問，是否會有什麼需要留意的。所有資產都有一般及個別風險，但永久BDC相較其他資產提供多種潛在的下檔保護。

以下列出永久BDC為投資者提供的一些「保護防線」：

## 第一優先權、優先擔保

作為第一優先權債權人，永久BDC投資者可以預期：即使相關企業的價值大幅下跌，亦不會損害其於資本結構的最高位置。

## 多元化

於高度多元化的投組中，即使某項特定投資未按計畫進行，其負面結果亦可能不會對永久BDC的整體報酬產生重大影響。

## 財務契約

於考慮預防下檔風險時，結構性保護至關重要。財務契約允許債權人及早介入困境並影響結果，同時收取修訂費用及/或為債權人找到實現價值最大化的最佳路徑。許多競爭激烈的大型企業交易並不附帶契約配套，但投資於核心中型市場的債權人仍佔優勢，都會要求附帶契約。

## 產業選擇

私募信貸管理人避開經濟週期性產業，可降低投組的下檔風險。在過去十年間，我們多次目睹涉及零售、石油與天然氣等週期性產業的管理公司遭受重大損失。

## 有較高的經常收益(CURRENT INCOME)報酬

目前，永久BDC提供的低雙位數的配息收益率，可抵禦經濟波動，即使出現小幅虧損，仍可能帶來正數的總報酬。

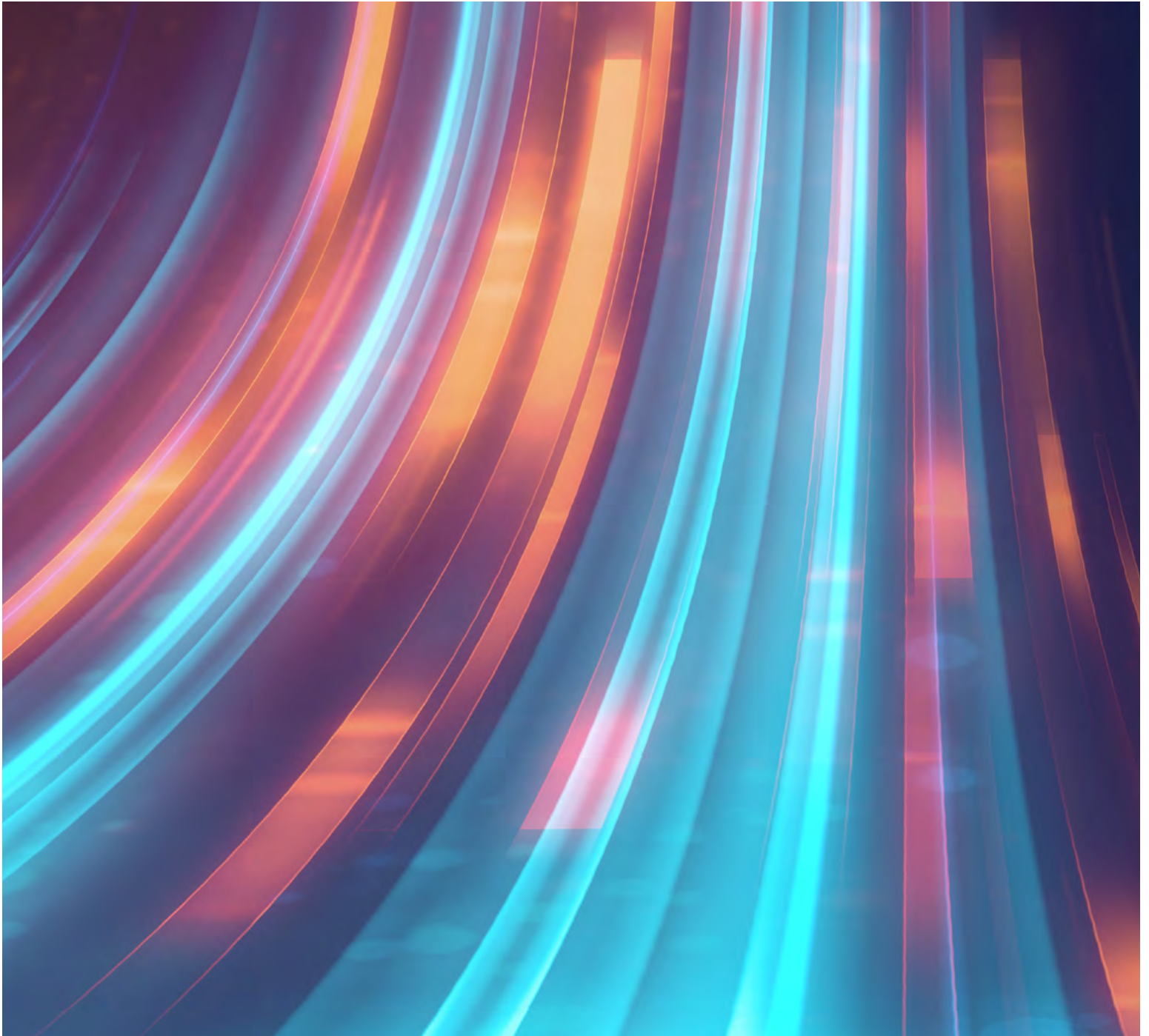
## 費用

低廉且一致的費用對投組成功至關重要，若投組表現欠佳，永久BDC管理人就不應收取績效費。基於股東權益報酬率的預設報酬率遠高於基準利率，可確保利益一致並支持投資者報酬。頂級的永久BDC費用結構可確保利益一致。

# 管理人選擇的重要性

雖然永久BDC是一種全天候資產類別，但管理人選擇仍至關重要。由於信貸表現、貸款流動與否的風險程度及費用等原因，永久BDC管理人的投資表現已出現差異。我們預計，隨本資產受到更多投資者的青睞，表現變化加大將繼續存在，並可能加速。雖然當整體環境有利且投資者興趣高漲時，很少有人會關注財務契約或審慎承銷，但當潮水退去，結構性保護及嚴謹精準的信貸挑選眼光確實重要。

無論經濟能否避免衰退，私募信貸投組在順境及逆境表現優於大盤的機會甚高。



霸菱為一家管理逾3,816億美元<sup>8</sup>資產的全球投資管理公司，致力於尋找不同的投資機會，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場建構長線投資組合。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，在北美、歐洲和亞太地區駐有投資專家，致力於為客戶、社區和員工提供服務，並致力於可持續的發展和負責任的投資。

#### 【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市基隆路一段 333 號 21 樓 2112 室  
一百零六金管投顧新字第零零貳號 0800 062 068

針對「未具證券投資信託基金性質」之境外基金商品，於台灣僅對銀行業、證券業、期貨業、保險業、基金管理公司及政府投資機構等及其他符合相關法規規定之專業投資機構及高資產客戶（以下統稱「專業投資人」）進行銷售與諮詢。除前述專業投資人外，不得向其他對象進行「未具證券投資信託基金性質」之境外基金商品之銷售與諮詢。台灣專業投資人申購此「未具證券投資信託基金性質」之境外基金商品，除贖回、轉讓予其他專業投資人、依法或依其他金融監督管理委員會認可之方式移轉外，不得拋棄或轉讓其持有股份於他人。本文件與股份相關之資訊僅提供台灣專業投資人參考，並不構成招攬、建議或要約。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2023年12月31日

TW24-3327577 出刊日期：2024年1月17日