

## SIGLO Timeout Nr. 80 - Die nächste Phase für Private Debt beginnt

### Abstract

Private Kreditvergaben z.B. an Unternehmen, sogenannte Private Debt Anlagen, legten in den letzten Jahren an Bedeutung und verwalteten Vermögen zu. Die Weihnachtszeit bot Gelegenheit für einen Rück- und Ausblick auf die nach wie vor interessante aber auch dynamische und heterogene Anlageklasse. Um es vorwegzunehmen: Ja wir mögen und empfehlen Private Debt immer noch, verlagern aber unseren Fokus. In unseren Augen beginnt nämlich eine nächste Phase von Private Debt.

### Ausgangslage

Die Anlageklasse Private Debt hat sich in den letzten Jahren etabliert, vor allem in unseren Nachbarländern und in England, aber auch bei uns in der Schweiz. Die Absicht, Risikoprämien durch direkte Kreditvergabe an Unternehmen abzuschöpfen, ergibt ökonomischen Sinn, vor allem als Ergänzung zu traditionellen Anleihen.

Initiiert von Bankendisintermediation (Timeouts Nr. 64 und 67) und getragen vom Anlagedruck tiefer Zinsen entwickelte sich nach der Krise in der ersten Phase die Private Debt Industrie (Timeouts Nr. 51 und 53). Beeindruckende Renditen der Pioniere in den USA und Europa zogen wie so oft eine Vielzahl von Nachahmern an, die nun ebenfalls fleissig Geld einsammeln und über Kredite in der Wirtschaft vergeben möchten. Heute drängen sich die Fragen auf, wo Prämien für Kreditrisiken noch attraktiv sind und wie sie am effizientesten abgeschöpft werden können. Selbstverständlich sind die Antworten weder eindeutig noch offensichtlich. Wir listen in der Folge einige Fakten auf, die uns für Anleger als Wegweiser dienlich scheinen.

### Fakten zu Private Debt Märkten

Die Transparenz auf privaten Märkten ist per Definition weniger hoch als bei öffentlichen. Entsprechend ist es schwieriger und teurer, aussagekräftige Daten zusammen zu tragen. Wir stützen uns hierbei auf Datenbanken wie Preqin, auf diverse uns wohlbekannte Manager und auf einige Berater ab. Der Fokus liegt dabei auf direkten Unternehmenskrediten im sogenannten Middle Market, d.h dem Firmen-Schuldner-segment, das zu klein für Emissionen von HY-Anleihen oder Senior Secured Loans ist und in der Regel Kredite zwischen einer (Lower Middle Market) und zweihundert Millionen CHF (Upper Middle Market) aufnehmen möchte.

- Weltweit stehen über 700 Mrd. USD an privaten Unternehmenskrediten aus. Die

Mehrzahl davon in den USA und der Rest in Europa. Asien und Emerging Markets sind Ende 2017 erst verschwindend klein.

- Restriktivere Eigenkapitalvorschriften für Banken machen Kreditvergaben für sie teurer, weshalb sie vor allem im Non-Investment Grade Bereich und damit im Middle Market weniger Kredite vergeben.
- Diese Lücke füllen Private Debt Manager. Global sind mindestens 150 solcher Manager aktiv. Erneut die Mehrheit in den USA aber auch gut 60 Anbieter in Europa.
- Über 85% aller Transaktionen (volumengewichtet) sind "PE-sponsored". D.h. die Schuldnerfirma liegt in den Händen von Private Equity Managern und Fremdkapital wird für die Übernahme oder den Ausbau der Firma benötigt. Die restlichen 15% aller Deals sind non-sponsored, die direkt zwischen den Gläubigern den und Besitzer/Schuldner verhandelt werden und oft weniger umfangreich sind.
- Preqin berechnet aus allen rapportierten (und wohl nicht ganz repräsentativen) Fondrenditen über die letzten 5 Jahre den Schnitt von gut 8% p.a. in USD, wobei riskantere Fonds zweistellig rentierten und weniger aggressive darunter lagen.
- Verluste gab es bisher äusserst selten und die Ausfallraten sowie Loss Rates verharrten auf historisch tiefen Niveaus von bestenfalls Null und für die meisten Fonds unter 3% bis Maturität.

Die im Schnitt attraktiven Renditen, gepaart mit minimaler Volatilität aufgrund von Bewertungen zu Kosten und der zwangsläufig Null-Korrelation zu anderen Anlagen, werden heute aggressiv vermarktet. Deshalb erscheint Vorsicht geboten. Nicht weil plötzlich alles schlecht wäre, aber weil das Umfeld änderte und wir einige graue Wolken am Horizont erkennen, die man besser vermeidet, um nicht renditemässig im Regen zu stehen. So notieren wir weiter dass...

- pro Jahr in Europa nur zwischen 200-300 Buyout-Deals durchgeführt werden (und in den USA die Anzahl Buyouts nicht viel höher liegen dürfte), was den globalen Umfang des Deal-Futters limitiert.
- in Europa die grössten fünf Anbieter für eine Mehrzahl aller (volumengewichteter) Deals in den letzten Jahren verantwortlich waren und somit anderen Fonds noch weniger Futter zur Verfügung steht.
- Banken nicht einfach tatenlos zusehen, wie ihnen die Felle davonschwimmen und gewisse Länder nach wie vor eine sehr kompetitive Bankenlandschaft haben.
- die kaum messbare Illiquiditätsprämie vs. Senior Secured Loans heute klar tiefer sein dürfte als vor zwei bis drei Jahren.
- erwartete Renditen und Coupons sanken, zwar weniger stark als bei HY-Anleihen, aber doch signifikant.

### Angebot und Nachfrage bei Kreditvergaben

Wie vieles andere ist auch die Vergabe von Kredit von Angebot und Nachfrage geprägt. Je mehr Investoren bereit sind, einer Firma Kredit zu gewähren, desto stärker ihre Verhandlungsposition bei der Verhandlung des Kreditvertrags und desto tiefer die Risikoprämie für Gläubiger. Das Ergebnis privater Verhandlungen schlägt sich aber nicht nur im vereinbarten Zins bzw. Coupon nieder, sondern auch in allen anderen Bedingungen wie z.B. in Aufsetzungsgebühren (Origination Fees), Laufzeiten oder Covenants (z.B. die Sicherheiten und Besicherungen).

Sogenannte Covenant Lite Transaktionen (kurz Cov-Lite) dominieren bereits seit einigen Jahren bei Neuemissionen unter den Senior Secured Loans. Gemäss S&P Global Market Intelligence schrumpfte die Anzahl Covenants pro Deal von 4.2 im Jahr 2000 auf 1.3 in 2016. Fondmanager erklären, dass sie lieber in Loans guter Firmen zu Cov-Lite-Bedingungen investieren als in schlechte mit Covenants. Das klingt zwar nachvollziehbar aber verdeutlicht dennoch, auf wessen Seite die Verhandlungsmacht heute liegt. Man darf sich deshalb nicht von stabilen Coupons blenden lassen, weil darunterliegende Risiken signifikant zugenommen haben. Private Debt Manager argumentieren oft, dass sie sich niemals auf solche Cov-Lite-Deals einliessen oder zukünftig einliessen würden. Das mag vor Jahren zutreffend gewesen sein, weil damals die Bankendisintermediation ausgeprägter war und viele Schuldner effektiv keine Finanzierung vorfanden. Aber die Ausgangslage änderte sich

im PE-sponsored Middle Market, weil viel Geld in die Industrie floss und der Wettbewerb unter Private Debt Managern in den letzten fünf Jahren stark zunahm. Ein Blick auf die Anzahl Manager und Fonds in Datenbanken wie Preqin spricht Bände. Das blieb den Private Equity Managern natürlich nicht verborgen, weshalb sie heute ihr Gewicht in Verhandlungen noch stärker in die Waagschale werfen und entsprechend noch schlechtere Bedingungen für Private Debt Investoren durchsetzen können.

Private Debt Manager die sich im Wettbewerb nicht durchsetzen und keine guten Kredite mehr abschliessen können, stehen vor der Wahl, das Geld zurückzugeben oder Kompromisse bei Kreditvergaben einzugehen. Ersteres haben wir bisher noch nie beobachtet. So lässt sich erklären, weshalb im vierten Quartal 2017 Cov-Lite-Transaktionen von Schuldner mit BB- und B-Ratings in Europa für Euribor + 300-400 Bps. abgeschlossen wurden, für die man als Anleger vor drei Jahren noch die zwei- bis dreifache Prämie plus bessere Covenants erhalten hätte.

### Zahlreiche Nischen

Ein aus unserer Sicht sinnvoller Weg, um dem Wettbewerb zu entgehen, ist Spezialisierung. Der Sammelbegriff Private Debt verleitet zur Annahme, es handle sich bei der Anlageklasse nur um die Vergabe von Unternehmenskrediten im PE-sponsored Middle Market. Private Debt stellt für uns aber ein breiteres Spektrum dar, in welchem es noch zahlreiche Nischen gibt, die attraktive Risikoprämien für das eingegangene Risiko versprechen. In vergangenen Timeouts haben wir bereits einige beleuchtet, weshalb wir keine detaillierten Erklärungen liefern, sondern es bei einer Aufzählung belassen. Es sind nicht alle gleich attraktiv und wir empfehlen daher nur diejenigen, deren erwartete Prämien in einem attraktiven Verhältnis zur Loss Rate stehen.

- Trade Finance (Timeout Nr. 61)
- Microfinance
- Consumer Lending
- Royalties
- Junior Infrastructure Debt
- Real Estate Debt
- Structured Credit wie z.B. CLO-Tranchen (Timeout Nr. 49)
- Litigation

### Direct Direct Lending

Am offensichtlichsten erscheint uns aber eine breitere, private, non-sponsored Kreditvergabe

an KMUs, wo Geld direkt vom Gläubiger zum Schuldner fließt. Es gibt bereits Fonds in UK und den USA, die sich auf non-sponsored-Deals konzentrieren. Wir streiten nicht ab, dass diese Art Kreditvergabe oft aufwändiger und Ressourcen-intensiver ist. Das Sourcing ist anspruchsvoller und komplexer, weil viele KMU-Besitzer weniger aktiv nach Finanzierungen Ausschau halten als PE-Sponsors und man stärker auf sein eigenes Netzwerk angewiesen ist, um überhaupt Deals zu finden. Die meisten Deals umfassen geringere Volumina, weshalb man mehr potenzielle Deals aufstöbern muss. Die Analyse einzelner Deals ist oft aufwändiger, weil keine Vorarbeit von einem PE-Sponsor vorliegt (wobei man sich hier fragen muss, ob ein Sponsor auf der Suche nach günstigem Kredit effektiv alle Fakten auf den Tisch legt). Schliesslich sind die Kreditrisiken vieler KMUs nicht zu unterschätzen, denn oft hat es Gründe, weshalb eine lokale Bank nicht bereit ist, einen ausreichenden Kredit zu sprechen.

Für Kreditvergaben an non-sponsored-Firmen sprechen hingegen das theoretisch riesige Schuldneruniversum und die deutlich bessere Verhandlungsposition für Kreditgeber, welche die vorhin genannten Aufgaben erfüllen können. Natürlich warten nicht alle dieser KMUs darauf, Geld für Coupons von 10% oder mehr pro Jahr aufzunehmen. Aber es reicht ja im Prinzip auch, wenn es nur ein Bruchteil der weltweit Millionen möglichen tun. Die Frage lautet also, wie man als Manager oder Anleger die interessantesten und interessierten Schuldner aus der enormen Masse herausfiltert und effizient analysiert. Ein vielversprechender Weg liegt für uns im Einsatz von Fin-Tech und Online-Plattformen beim Sourcing, gepaart mit viel praktischer Erfahrung und Knowhow bei der "manuellen" Analyse.

### **SIGLO Capital Advisors AG**

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,  
berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,  
unterstützt Sie bei der Selektion von Anlage-  
produkten und Managern, bei der Portfolio-  
konstruktion und bei der Überwachung,  
erarbeitet massgeschneiderte Lösungen mit  
konkreten Handlungsempfehlungen für Sie,  
ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine  
Bindungen zu anderen Finanzinstituten.*

[www.siglo.ch](http://www.siglo.ch) / [contact@siglo.ch](mailto:contact@siglo.ch)

### **Die nächste Phase für Private Debt**

Smarte Tech-Lösungen stellen evtl. die nächste Phase von Private Debt dar. Einerseits, um es möglichen Schuldnern einfach zu machen, sich für einen Kredit zu bewerben und andererseits um die Informationen für den Gläubiger effizient aufzubereiten. Oft stellt der Schuldner selbst die Informationen bereit und spart sich somit den Weg zur Bank und das Umbinden der Kravatte. Allerdings bleibt die zuverlässige Verifizierung und Prüfung seiner Angaben unabdingbar. Die Entwicklung solcher Lösungen steckt in der Schweiz zwar noch in den Kinderschuhen aber dürfte rasch wachsen, denn die Lernkurve ist steil und das Interesse cleverer Unternehmer hoch. Vorbilder gibt es auch, denn der bisherige Erfolg einiger Anbieter im Ausland beeindruckt, nicht nur aus Sicht der Plattformbetreiber, sondern auch für Anleger. Wir sind neugierig, ob sich solche Lösungen etablieren und evtl. einer leider unvermeidlichen nächsten Krise trotzen. Bisher spricht für uns mehr dafür als dagegen, weshalb wir uns intensiv damit beschäftigen.

### **What do you do, Sir?**

Wir möchten mit dem Versprechen schliessen, dass Private Debt für SIGLO auch in Zukunft eine strategische Rolle spielen wird. Die vorhin aufgeführte Breite an attraktiven Nischen und Strategien garantiert in praktisch jedem Markt-Umfeld interessante Opportunitäten und eine strategisch verankerte Abschöpfung von Kreditrisikoprämien macht für uns grundsätzlich Sinn. Gleichzeitig bleiben wir aber dynamisch und nehmen uns die Freiheit, unsere Empfehlungen phasengerecht anzupassen. Frei nach dem (angeblichen) Motto von Überökonom J.M. Keynes, der gesagt haben soll, er ändere seine Meinung, wenn die Fakten änderten und dann sein Gegenüber fragte: "What do you do, Sir?"

