

SIGLO Timeout Nr. 113 – Langsam aber sicher zur Konsolidierung

Inhalt

Das bemerkenswerte Wachstum der Direct Lending Industrie über die letzten Jahre erlebte mit Ausbruch der Coronakrise einen, vorerst scheinbar noch kleinen Rückschlag. Klein vor allem auch, weil sich erlittene oder drohende Kreditausfälle bisher im Schnitt kaum signifikant in den ausgewiesenen Renditen niedergeschlagen haben. Dennoch sind wir der Ansicht, dass die von uns schon lange erwartete Trennung des Spreus vom Weizen unter den Managern sowie eine entsprechende Konsolidierung zwar nur langsam aber sicher eintreten dürfte.

Generelle Ausgangslage

Während uns die hohe Volatilität der liquiden Kreditmärkte in den letzten Monaten auf Trab hielt und phasenweise überraschte, lieferten die meisten Direct Lending Fonds bisher die erhoffte Stabilität. Ausgewiesene Renditen vieler Fonds litten kaum unter den heftigen Finanzmarktverlusten im März, konnten aber auch keine Gewinne in der anschliessenden Erholung verbuchen. Der Hauptgrund für die tiefe Volatilität und die tiefen Korrelationen zu anderen Anlageklassen liegt aber nicht in der fundamentalen Unabhängigkeit der Strategie oder der zugrunde liegenden Schuldner, sondern in der Bewertung von Positionen zu Kosten. Ob das gut, fair, transparent oder sinnvoll ist, spielt im Timeout keine Rolle, weil wir uns nur mit der Frage einer möglichen Konsolidierung in der Industrie beschäftigen.

Managerspezifische Ausgangslage

Um von potenziellen Schuldnerfirmen und ihren Private Equity Sponsoren als attraktiver Finanzierungspartner wahrgenommen zu werden, benötigen Direct Lending Manager vor allem umfangreiche liquide Mittel, die sie als direkte Kredite rasch und unkompliziert zur Verfügung stellen können. Die Quelle der Mittel sind natürlich laufend eingesammelte Kundengelder für neue Fonds. Um Neugelder einsammeln zu können, müssen DL-Manager nicht nur einen ansprechenden Track Record ausweisen, sondern auch ein überzeugendes Dealsourcing. Sie müssen also zeigen, dass sie künftig fähig sein werden, im Wettbewerb gegen andere DL-Manager zu bestehen und viele attraktive Kredite direkt zu vergeben.

Dazu kommt, dass DL-Manager Gebühren auf verwaltetem Vermögen berechnen und oft eine Performancegebühr anfällt, wenn eine

im Voraus bestimmte Renditehürde über die gesamte Laufzeit des Fonds übertroffen wird. Schliesslich ist zu erwähnen, dass DL-Fonds wegen der Illiquidität ihrer direkt vergebenen Kredite sinnvollerweise oft als Closed-End-Vehikel strukturiert sind, sprich eine mehrjährige Laufzeit aufweisen und Anleger erst nach Ablauf der gesamten Laufzeit von durchschnittlich 8-10 Jahren ihr Geld (plus hoffentlich Gewinn) wieder zurückerhalten.

Konsequenzen rationalen Verhaltens

In Anbetracht dieser Ausgangslage wird klar, weshalb die meisten DL-Manager ihre Titel in den Fondsportfolios so lange wie möglich zu Kosten bewerten: Erstens besteht für den Manager kein Anreiz, Abschreibungen oder Wertberichtigungen in seinen bestehenden Positionen vorzunehmen, weil sich das direkt negativ auf das verwaltete Volumen und damit auf seine Gebühr auswirkt. Er wird erst Verluste ausweisen und eingestehen, wenn er gar nicht mehr anders kann, sprich die Schuldnerfirma hoffnungslos in der Kreide steht und die Eigentümer kein neues Geld mehr einschiessen. Zweitens möchte er sowohl Schuldner als auch den Kunden so lange wie möglich signalisieren, dass seine Firma gut läuft und sie weiterhin fleissig Gelder einsammeln und neue Kredite direkt vergeben kann. Bröckelt die Fassade, so bröckelt bald auch das Geschäftsmodell des Managers, weil ein Teufelskreis entsteht; kein Neugeld, keine neuen Deals, erst recht kein Neugeld, erst recht keine Deals usw..

Die Ausgangslage erklärt für uns auch relativ schlüssig, weshalb Kredit-Transaktionen im Sekundärmarkt bisher selten sind und meist nur unter absoluter Verschwiegenheit. Ein Verkauf eines bestehenden Kredits mit einem

hohen Abschlag würde ja die verwalteten Vermögen eines Managers reduzieren, was wie erwähnt gegen seine Interessen läuft. Auf der anderen Seite ist verständlicherweise kein Käufer bereit, für einen bestehenden und offensichtlich problembehafteten Kredit par zu bezahlen. Daher gibt's kaum Secondaries.

Konsequenzen für die Konsolidierung

Wir rechnen in Zukunft mit weniger neuen DL-Fondslancierungen als vor der C-Krise. Evolutionär betrachtet wäre das vermutlich gar keine schlechte Entwicklung, sofern die durchschnittliche Qualität ansteigen sollte. Ein Blick die eingesammelte Neugelder in den letzten Quartalen verrät zudem, dass mehr als 80% aller Neugelder zu den Top 10 Anbietern geflossen sind, was zusätzlich für eine langfristige Konsolidierung spricht.

Aber keiner der heute aktiven Manager wird frühzeitig und freiwillig aufgeben. Fonds, die noch einige Jahre Laufzeit inkl. Extensions vor sich haben, werden trotz allen drohenden Widrigkeiten wohl bis zur letzten Sekunde am Leben erhalten. Entsprechend verschwinden die Manager erst, wenn sie erkennen, dass sie keine Chance auf die Lancierung eines Nachfolgefonds haben und der bestehende Fonds nicht genügend Gebühren zur Kostendeckung (z.B. Löhne für Analysten) einbringt. Aufgrund der zahlreichen Fondslancierungen in den letzten Jahren, dürfte es Jahre bis zur Bereinigung der Fondslandschaft dauern.

Konsequenzen für die Anleger

Wer sich auf eine Anlage in ein Closed-End-Vehikel einliess, muss akzeptieren, dass er

sein Geld erst nach Ablauf der Maturität unter Ausnutzung aller möglichen Extensionen zurückerhalten dürfte. Möglichkeiten zur Einflussnahme sind begrenzt und ein Verkauf der Fondsanteile im Sekundärmarkt fast nur zu signifikanten Abschlägen gegenüber NAV möglich, was Verluste impliziert und somit für Kunden nur selten eine gute Option darstellt.

So schwammig es klingen mag, erscheint eine konstruktive Herangehensweise pragmatisch. Da investiertes Geld noch Jahre gebunden sein wird und der Manager die Situation seiner Kredite und Schuldner wohl am besten einschätzen kann, muss man ihn irgendwie motivieren, das Beste aus der Lage zu machen. Falls sich ein Manager um seinen Ruf schert, müsste er interessiert sein, bestehende Kunden nicht zu vergraulen und Einsatzwille zeigen. Uns ist klar, dass hierbei viel Vertrauen und Empathie gefordert ist, was in der rauhen Realität teilweise fast naiv anmutet. Aber wir bezweifeln, dass Konflikte bessere Ergebnisse liefern. Ebenso wichtig erscheint uns das Signal von Kundenseite, wonach sie weiterhin auf die Leistung und die Problemlösungen beim Manager achten.

Fehler zu begehen ist menschlich, aber sie nicht auszubügeln oder sich nicht um deren Lösungen zu bemühen, ist inakzeptabel. Wer selbst nicht dafür die Nerven, das Knowhow oder die Zeit aufbringt, ist gut beraten, sich an Spezialisten zu wenden. Gleiches gilt für die Selektion von DL-Managern, weil sich die Spreu vom Weizen leichter trennen lässt. Wer gut informiert ist und frisches Geld anlegen kann, findet ein attraktives Anlageumfeld vor.

SIGLO Capital Advisors AG

berät Sie bei der Implementierung von Anlagestrategien und unterstützt bei der Selektion und der proaktiven Überwachung individueller Lösungen,

liefert Ihnen eine massgeschneiderte Beratung zur optimalen Ausrichtung, Verwaltung und Leistungsbeurteilung Ihrer Anlagen,

bietet Ihnen konkrete und adressatengerechte Analysen und Handlungsempfehlungen,

ist zu 100% im Besitz der Partner und hat keine Bindungen zu anderen Finanzinstituten

www.siglo.ch / contact@siglo.ch

