

## SIGLO Timeout Nr. 53

### Private Kredite und Direct Lending – Teil II

#### Einführung

Im Timeout I über private Kredite und Direct Lending haben wir das Thema Bankdisintermediation eingeführt, daraus erwachsende Opportunitäten erklärt und verschiedene Strategien und Ansätze von Direct Lending Managern aus der Praxis vorgestellt. In diesem Teil II gehen wir einzelnen Strategien noch weiter auf den Grund und erörtern, weshalb eine aussagekräftige Risikobeurteilung von privaten Krediten, insbesondere bei Direct Lending Deals, so anspruchsvoll und zeitintensiv ist.

#### Ein breites Spektrum von Versprechen

Sie schwanken zwischen 5% und 15% pro Jahr und weisen alle immer sehr geringe Risiken auf. Ja, das Spektrum versprochener Renditen von Managern und ihren einzelnen Direct Lending Deals sowohl in den USA als auch in Europa beeindruckt; nicht nur in seiner Breite sondern auch in der Unverfrorenheit einiger Anbieter.

Wir haben den Eindruck, dass es für Anleger oft gar nicht so leicht ist, realistische Chancen in einzelnen Deals oder Fonds von leichtsinniger Overconfidence der Manager zu unterscheiden, denn gängige Risikomasse helfen bei der Beurteilung von aktuell lancierten Fonds leider nur wenig. Zudem verrät ein Blick auf den Track Record eines Managers in der Regel nur wenig über künftige Risiken, da die letzten Jahre von einer aussergewöhnlich tiefen Anzahl an Ausfällen und Restrukturierungen gezeichnet waren. Für den Erfolg reichte den Managern also bisher bloss Zugang zu Transaktionen und ein wenig Mut. Wir sind skeptisch, dass diese Mischung weiterhin ausreichen wird. Deshalb beleuchten wir in diesem Timeout einige Faktoren, die uns bei der Wahl von Direct Lending Anlagen und Managern bedeutungsvoll erscheinen.

#### Schwer erkennbare Risiken

Ein Problem bei der Beurteilung von Chancen und Risiken privater Kredite liegt darin, dass ihr "wahres" Risiko nur sichtbar wird, wenn man sich vertieft mit den Schuldnerfirmen und ihrer Kapitalstruktur sowie den Bedingungen im Kreditvertrag auseinander setzt. Selbstverständlich schwören fasst alle Loan und Direct Lending Manager, dass sie einen ausgesprochen hohen Wert auf erstklassige Schuldnerqualität legen und das Kreditrisiko relativ zum versprochenen Zins unglaublich attraktiv sei. Ob dem wirklich so ist, dürfte wohl erst in der nächsten größeren Kreditkrise sichtbar werden. Erste Indikatoren für neugierige Anleger (und Advisor) gibt es zum Glück aber schon im Voraus zu evaluieren.

#### Was wir bei Kapitalstrukturen wissen

Klar ist, dass Manager nur Kredite an Firmen vergeben sollten, bei denen sie die Chance für eine korrekte Rückzahlung im Verhältnis zum dafür verlangten Zins als attraktiv einschätzen. Wir vertiefen diesen Punkt nicht noch weiter, sondern wenden uns den spezifischen Details innerhalb einer ausgewählten Firma zu. Untenstehende Abbildung skizziert eine theoretische und stark stilisierte Kapitalstruktur einer Firma.

Assets	Liabilities
Maschinen	Senior Secured 1st Lien
Gebäude	Senior Secured 2nd Lien
Lizenzen	Secured Bonds
etc.	Unsecured Bonds
	Junior Debt / Mezzanine
	Aktien

Ein Ziel der Risikobeurteilung privater Kreditvergaben besteht darin zu bestimmen, wo genau eine bestimmte Forderung in der Kapitalstruktur der Schuldnerfirma steht und welche Sicherheiten auf der Aktivseite der Firma für die Schuld bürgen. Ein paar Faustregeln dazu:

- Je höher (d.h. senior) desto sicherer, weil bei Zahlungsausfall bzw. im Konkursfall der Firma von oben nach unten bedient wird. D.h. es wird zuerst die 1<sup>st</sup> Lien Tranche verwertet und zurückgezahlt, dann die 2<sup>nd</sup> Lien bevor Anleihen und Junior-Tranchen das übrige Geld sehen.
- Je umfangreicher und wertvoller eine Besicherung durch Aktiva, desto tiefer das Risiko, weil Gläubiger im Konkursfall das Recht erhalten, von der Firma im Vertrag gewährte Sicherheiten zu verwerten, um

so den Kredit zu tilgen. Man spricht dabei von “secured”, d.h. eben besichert. Der Begriff “First Lien” steht für das Recht des Gläubigers auf Erstverwertung von Sicherheiten, während man bei “Second Lien” Anlagen erst nach den First Lien Investoren an die Reihe kommt.

- Je effektiver die sogenannten Covenants, desto sicherer. Covenants sind grob vereinfacht eine Reihe von Bedingungen, die ein Schuldner permanent erfüllen muss, um den Kredit behalten zu dürfen. Bzw. aus Sicht des Gläubigers sind Covenants Bedingungen, unter welchen er einen gewährten Kredit fällig stellen darf. Beispiele sind Umsatzvorgaben, Limiten für Capex, Limiten für Dividendenzahlungen, etc. Fehlen den Covenants die Zähne oder entfallen sie ganz, so spricht man von “Covenant-Lite” Geschäften.

Ein als “1<sup>st</sup> Lien Senior Secured” klassifizierter Kredit klingt somit nach einem risikoarmen Geschäft, oder? Wenn es nur so einfach wäre.

### Was wir bei Kapitalstrukturen prüfen sollten

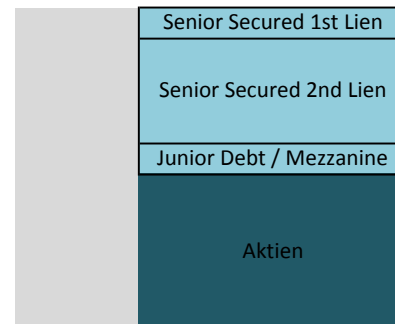
Unsere theoretische Kapitalstruktur weist im Vergleich zur Praxis einige Makel auf. Erstens emittieren Firmen selten Loans und Anleihen gemeinsam. Investment Grade Firmen, deren CFOs heute Geld fast gratis am Kapitalmarkt aufnehmen können, haben kaum Anreize, einer Bank für ihre Darlehen (Loans) einige Prozente Zins zu zahlen. D.h. entweder wird eine Fremdkapitalstruktur von Loans oder von Anleihen dominiert, nicht von beiden. Zweitens sind Loans und Lending Deals immer private Kredite, für welche die Gestaltung individueller Verträge einen breiteren Spielraum offen lässt als für standardisierte und öffentlich angebotene Anleihen. Drittens weisen Fremdkapitaltranchen meist spezifische Grössen und relative Verhältnisse auf, was die Risikobeurteilung erschwert.

Anhand einiger kurzer Beispiele, für welche wir jeweils ein BB Rating für die Schuldnerfirma unterstellen, zeigen wir, weshalb Risiken von Lending Deals nicht direkt erkennbar sind und weshalb wir uns nicht nur auf das “Label” von Kreditanlagen oder ihr Rating verlassen sollten.

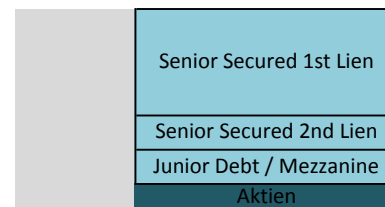
### Drei simple Beispiele für Kapitalstrukturen

Die Kapitalstruktur im ersten Beispiel zeichnet sich durch eine hohe Eigenkapitalquote und eine relativ dicke 2<sup>nd</sup> Lien Loan Tranche aus. Anleger in der 1<sup>st</sup> Lien Tranche geniessen also einen umfangreichen Puffer unterhalb ihrer

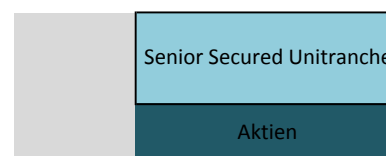
Anlage, weshalb ihr Risiko überschaubar wirkt. Auch wenn die Firma in gröbere Schwierigkeiten gerät und Konkurs anmeldet, scheint für 1<sup>st</sup> Lien Investoren die Lage noch zu retten bzw. eine hohe Recovery Rate möglich.



Käufer der 1<sup>st</sup> Lien Tranche im zweiten Beispiel müssen sich hingegen bewusst sein, dass ihr Puffer sehr gering ist, da sowohl die 2<sup>nd</sup> Lien als auch die Mezzanine Tranche gering sind und zudem wenig Aktienkapital zur Verfügung steht. Die Gefahr, dass ein Konkurs die Anlage plus Sicherheiten bis in die 1<sup>st</sup> Lien Tranche hinein vernichtet, ist grösser als in Beispiel eins.



Schliesslich gibt es die sogenannten Unitranchen Deals, die wie erwartet nur ein Typ Fremdkapital aufweisen. Logischerweise ist diese Unitranchen auch Senior und Secured. Im Vergleich mit der 1<sup>st</sup> Lien Tranche aus dem ersten Beispiel ist sie aber wesentlich riskanter, weil die Puffer in der Kapitalstruktur darunter fehlen. Anleger in dieser Unitranchen dürften im Konkursfall mit grosser Wahrscheinlichkeit Verluste erleiden.



Die Beispiele zeigen, dass man Bezeichnungen und Klassifizierung von privaten Krediten mit Vorsicht geniessen sollte. Gleiches gilt natürlich auch für andere Risikokennzahlen wie z.B. das Leverage-Ratio, d.h. das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital. Dieses ist im ersten und dritten Beispiel etwa gleich hoch. Doch aus Sicht des 1<sup>st</sup> Lien Anlegers ist diese Information weniger

wichtig als aus Sicht der Unitranche oder des 2<sup>nd</sup> Lien Investors, deren Puffer eben dünn sind, weshalb das Kreditrisiko höher ist.

### Vorsicht vor Versprechen

Wir haben in letzter Zeit oft beobachtet, dass Unitranche-Deals als 1<sup>st</sup> Lien Senior Secured angepriesen werden. Dies ist zwar theoretisch korrekt, da es ja effektiv "senior" und "secured" ist, d.h. in der Kapitalstruktur nichts Höheres besteht und alle Sicherheiten voll zu Gunsten des Unitranche-Investors angerechnet werden. Ob eine solche Anlage aber deshalb risikoarm ist, muss in der Praxis bezweifelt werden. Es ist nämlich in der Regel kein Zufall, dass schlechte Schuldnerfirmen kein Fremdkapital von Banken erhalten und daher bereit bzw. gezwungen sind, sehr hohe Zinsen auf Unitranche-Deals zu akzeptieren. Kein CFO der Welt würde sonst ein Darlehen eines Lending Managers über 12% Zins pro Jahr akzeptieren, wenn er sich auch bei einer Bank den Loan für 5% holen könnte.

Natürlich ist der Zins nicht die einzige Komponente bei einem Darlehen. Andere Faktoren wie Covenants oder Maturitäten spielen eine Rolle. Wir können uns effektiv vorstellen, dass einige Lending Manager in diesen Bereichen flexibler sind als Banken, weil sie keinen engen regulatorischen Vorgaben unterliegen. Trotzdem sehen wir, dass diese angebliche Flexibilität in vielen Fällen auch einfach als nette Umschreibung für den Verzicht auf Covenants gebraucht wird.

Zudem sind die regionalen Unterschiede heute hoch; nicht nur was Zinsen angeht, sondern auch in Bezug auf Liquidität, Anlegererfahrung, Wettbewerbsintensität, Kreditorenschutz oder Transparenz und Klarheit der Gesetze. Wir raten Anlegern, auf diese Unterschiede zu achten.

#### SIGLO Capital Advisors AG

*ist eine Anlageberatungsfirma in Zürich,*

*berät Sie bei der Umsetzung Ihrer Anlagen,*

*unterstützt Sie bei der Selektion von Anlageprodukten 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)

### Effizienz von Kreditmärkten

Abgesehen von der praktischen Unmöglichkeit, Markteffizienz zu messen, fehlen uns bei Direct Lending Anlagen auch Grundlagendaten, die wir für fundierte Aussagen heranziehen könnten. Dennoch dürfen wir wohl aufgrund praktischer Erfahrungen einige Annahmen zur Effizienz an den Kreditmärkten bzw. dem Wettbewerb unter Anbietern von Krediten und entsprechenden Fonds treffen. Vieles spricht dafür, dass sowohl Banken als auch professionelle Lending Fonds im Schnitt das Kreditrisiko von Schuldnerfirmen und den dafür adäquaten Zins relativ gut und zuverlässig einschätzen können. Ebenso gehen wir davon aus, dass auch die Schuldnerfirmen bzw. deren CFOs die Kapitalkosten ihrer Firma genau kennen. Hier handeln Profis miteinander. Deshalb wirkt es unglaubwürdig, wenn einige Manager von Lending oder Loan Fonds doppelt so hohe Renditen für angeblich identisches Risiko wie etablierte Konkurrenten versprechen. Für uns lohnt es sich daher auch immer, mit zahlreichen Managern zu sprechen, um einen Quervergleich anstellen und die guten von den lauten und overconfidenten zu separieren.

Aktuell schätzen wir das Spektrum der Kredit-Risikoprämien für echte 1<sup>st</sup> Lien Senior Secured Instrumente von soliden Schuldnerfirmen im BB und B Bereich global im (zugegebenermassen stark verzerrten) Durchschnitt auf 4% bis 7% p.a in USD. Signifikant höhere Zinsen bzw. höhere Renditen erfordern entweder Leverage, was zahlreiche Anbieter offerieren, oder aber höheres idiosynkratisches Kreditrisiko. Bei den Mezzanine Anlagen, die als Hybrid zwischen Eigen- und Fremdkapital betrachtet werden und das höchste Kreditrisiko aufweisen, gehen wir von 8% bis 16% p.a. in USD aus.

