

SIGLO Timeout Nr. 51

Private Kredite und Direct Lending – Teil 1

Einführung

Wir bleiben auf unserem bekannten Pfad für das Jahr 2015 und stellen auch in diesem Timeout eine Anlageklasse vor, die bei der Bewältigung der aktuellen Herausforderungen für institutionelle Anleger in der Schweiz Lösungen bietet; Direct Lending. Diese ist interessanterweise in anderen Ländern bereits etablierter, fristet aber in der Schweiz bisher eher ein Mauerblümchendasein. Zu Unrecht? Machen Sie sich doch einfach selbst ein Bild und nutzen das Timeout als kleinen Leitfaden dazu.

Definition

Unter dem Begriff "Direct Lending" verstehen wir die private Vergabe von Krediten an Unternehmen. Direct, weil diese Geschäfte nicht von Banken verpackt und an Investoren weiter verkauft, sondern direkt von den Managern und oft in Zusammenarbeit mit Private Equity Sponsors (PES) gestaltet werden. Lending, weil es sich eben um Fremdfinanzierungen handelt. Oft wird für die Art von Anlagen auch der Begriff "Middle Market" verwendet. Damit wird signalisiert, dass es nicht um voluminöse Bank Loan Deals geht, sondern um Kreditvergaben an kleinere Firmen gegen einen hoffentlich attraktiven Zins.

Disintermediation des Bankensektors

Es fragt sich, weshalb Direct Lending heute überhaupt ein Thema ist angesichts expansiver Notenbankpolitik, welche die Kreditvergabe ankurbeln sollte. Zudem war und ist es auch nach wie vor ein lukratives Geschäft für Banken.

Europas Banken stehen heute bei der Kreditvergabe vor einem nicht ganz trivialen Problem. Einerseits wird erwartet, dass sie endlich einen Teil der ansteigenden Geldmenge in die reale Wirtschaft bringen und so Wirtschaftswachstum ankurbeln. Andererseits fordert der Regulator von Banken höhere Reserven bzw. höhere Kapitalunterlegung für "riskante" Anlagen, was sich insbesondere auch bei der Finanzierung von mittleren und kleinen Firmen bemerkbar macht. Zudem befinden sich in den Bilanzen diverser Banken immer noch reihenweise "faule" Kredite, die den Risikoappetit nicht unbedingt anregen. Entsprechend ist die Vergabe von Krediten an Firmen, die nicht über ein Investment Grade Rating verfügen für Banken weniger attraktiv, weshalb sie sich damit teilweise zurück halten.

Eine mögliche Lösung dieses Zielkonflikts liegt im Ausbau von Direct Lending, das für Banken in die Bresche springt und so den Kreditfluss an Firmen fördert. In den USA und UK wurden

bereits vor Jahren staatliche Programme ins Leben gerufen, die private Kreditvergaben fördern. Gleichzeitig haben auch etablierte Direct Lending Manager nicht lange gebraucht, um die Gunst der Stunde zu erkennen und neues Geld für neue Fonds von Anlegern einzusammeln.

In Europa sind 90% der Unternehmen von Banken finanziert, in den USA gut 30%

In Europa erfolgen immer noch rund 90% der Unternehmensfinanzierungen durch Banken. In den USA sind es schätzungsweise rund 33%, weil der Kapitalmarkt sowie die private Kreditvergabe (unter anderem durch Direct Lending Manager) eine deutlich wichtigere Rolle spielen. Es gibt nun eine Vielzahl von Stimmen im Markt die argumentieren, dass sich Europa in den nächsten Jahren eher in die Richtung der USA verschieben könnte, womit die Bedeutung von Direct Lending grundsätzlich steigt. Dies freut die Direct Lending Manager, die nun erstmals aus dem Schatten grosser Private Equity oder Hedge Funds treten und ihren beeindruckenden Track Record der letzten Jahre den Investoren schmackhaft machen können. So sammelten Direct Lending Manager in den USA und Europa in den letzten Jahren Milliarden an neuem Geld ein, das zusammen mit der hohen Zahlungsbereitschaft der Anleger attraktiv erscheint.

Darüber, wie diese Entwicklung weiter geht und wie man als Anleger eine attraktive Risikoprämie daraus erzielen kann, gehen die Meinungen weit auseinander, insbesondere auch unter den Anbietern von Direct Lending Funds. Viel weiter als wir vor ein paar Jahren angenommen haben als wir die Industrie zu erforschen begannen. Ziel des Timeouts ist es, Unterscheidungsmerkmale der verschiedenen, am Markt angebotenen Ansätze und Produkte kurz aufzulisten und auf zugrundeliegende Annahmen sowie für uns erkennbare Chancen und Risiken einzugehen.

Erwartete Risikoprämie

Über die Existenz einer Risikoprämie brauchen wir uns wohl nicht lange zu unterhalten. Dass die Vergabe von Krediten an Unternehmen auch nach Kosten ein lukratives Geschäft sein kann, zeigt sich anhand der erzielten Ergebnisse von entsprechenden Bankabteilungen und Fonds über die letzten Dekaden. Wer sich gute Firmen als Schuldner aussucht, erhält einen Zins für sein Kapital ohne dabei massive ökonomische Risiken auf sich zu nehmen. Ein Blick auf die Statistiken von Moody's und S&P müsste fast alle rational vertretbaren Zweifel beseitigen.

Wer riskantere Kredite an riskantere Firmen vergibt, wird normalerweise eine höhere Prämie in Form höherer Zinsen oder eine bessere Besicherung zur Risikoreduktion fordern und im Erfolgsfall auch eine höhere Rendite erzielen. Entsprechend liegt die Krux bei private Krediten darin abzuschätzen, ob der versprochene Zins das Schuldnerisiko adäquat entschädigt.

Manager zapfen verschiedene Sourcing-Kanäle mit unterschiedlichen Deals an.

Es würde unseren Timeout-Rahmen sprengen, nun auf verschiedene Firmen-Kapitalstrukturen und deren Risiken im Detail einzugehen. Wir holen dies im nächsten Timeout (Private Kredite und Direct Lending Teil 2) aber nach. Dieser erste Teil beschäftigt sich nun im Weiteren mit den unterschiedlichen Ansichten und Ansätzen diverser Direct Lending Manager, die wir in der kürzeren Vergangenheit angetroffen haben.

Sourcing Kanäle

Guter Zugang zu einem grossen Volumen von Kredit-Deals ist eine Grundvoraussetzung für den Erfolg von Direct Lending Funds. Nur wer mit Managern investiert, die zahlreiche Deals zu Gesicht bekommen und dann selektiv aus dem breiten Angebot auswählen können, darf risiko-adjustiert attraktive Renditen erwarten. So wie viele Wege nach Rom führen, finden wir auch einige typische Wege zu Direct Lending Deals, die wir nun ganz grob vereinfacht vorstellen.

"Ich werde eingeladen"

Einige Manager belassen es in ihren Sourcing-Aktivitäten ausschliesslich bei PE Sponsored Deals, welche extern an sie heran getragen werden. Sie begnügen sich damit, bei Deals eingeladen zu werden. Erstens weil sie sich für so attraktiv halten, oft genug eingeladen zu

werden. Zweitens weil es wesentlich günstiger ist, da man den schweisstreibenden Research und Sourcing-Aufwand vermeidet und evtl. so die erwartete Rendite für den Investor erhöht. So lange die PE Sponsored Deals gedeihen und die PE Managers ihr grosses Herz für hohe Margen bei den Direct Lending Manager weiter schlagen lassen, dürfte dieser Ansatz aufgehen.

"Ich bemühe mich, eingeladen zu werden"

Andere Manager fokussieren zwar auch nur auf PE Sponsored Deals, agieren aber dabei proaktiver. Beispielsweise, indem sie sich aktiv um Deals bemühen und versuchen, die Vorzüge ihres Hauses wie z.B. hohe Flexibilität, direkte Entscheide, rasche Verfügbarkeit von Kapital oder schlicht attraktivere Bedingungen für die Firma bzw. den PE Sponsor zu gewähren.

Die Gefahr liegt darin, dass PE Sponsors diesen Wettbewerb ausnutzen und die Direct Lending Manager ein wenig gegeneinander ausspielen. Einige Manager argumentieren denn auch, dass erfolgreiche (-re) Konkurrenten ihre Deals nur gewinnen konnten, weil sie z.B. auf Covenants verzichtet haben. Es ist quasi das alte Auktionsdilemma aus der Behavioral Finance, wonach der Gewinner einer Auktion meist überbieten und damit ein für ihn schlechtes Geschäft in Kauf nehmen musste.

Andere Manager kontern, dass sie einfach über bessere Beziehungen zu PE Sponsors verfügen, z.B. weil sie in anderen Bereichen bereits Geschäftsbeziehungen mit ihnen unterhalten. So ist es für den PE Sponsor rational, im Interesse einer guten Gesamtbeziehung einem Direct Lending Manager attraktive Deals anzubieten.

"Ich gehe einfach selbst hin"

Ein paar Manager argumentieren, dass aufgrund dieses Auktionsdilemmas eigentlich gar keine interessanten PE Sponsored Deals existieren (sollten), weshalb sie sich darauf konzentrieren, direkt mit Schuldnerfirmen in Kontakt zu treten. Dieser Weg nennt sich "Direct Origination". Das attraktive daran ist das idiosynkratische Risiko solcher Deals, da diese Manager die Kontrolle über die Kreditbedingungen ausüben und den Deal zusammen mit der Firma direkt gestalten. Der Nachteil ist natürlich, dass sie sich um alles selber kümmern müssen (Netzwerk, juristisches, Due Diligence, Finanzen, etc.), was für den End-Anleger möglicherweise zu geringeren Erträgen aufgrund der notwendigen hohen Kosten führt.

Und welche Rolle spielen nun die Banken?

Mit oder gegen Banken?

Einige Direct Lending Manager sehen sich als Alternative zu den als altmodisch und unflexibel wahrgenommenen Banken (in Europa). Ihr Ziel ist es, mehr Marktanteile im Kreditgeschäft auf Kosten der Banken zu gewinnen. Oft glauben diese Manager, dass die Entwicklung in Europa derjenigen in den USA folgen wird, womit die Bedeutung von Banken bei der Finanzierung von Firmenkrediten laufend weiter abnehmen dürfte. Ihre Vorteile gegenüber Banken sehen sie neben den bereits erwähnten generellen Vorzügen ihres Hauses und zusätzlich in den tieferen regulatorischen Hürden und dem breiteren Netzwerk in die Welten der PE Sponsors und der CFOs kleinerer und mittlerer Firmen.

Andere Direct Lending Manager argumentieren, dass sie sich nicht als Konkurrenz, sondern als Ergänzung zur Kreditfinanzierung von Banken verstehen. Anstatt die Banken zu verdrängen, versuchen sie zusammen mit den Banken die Kapitalstrukturen der Schuldnerfirmen neu zu finanzieren. Hierbei überlassen sie häufig den Banken Risiko-ärmere Senior Tranchen, damit diese in keine regulatorischen Probleme geraten und nicht zu viel Kapital unterlegen müssen. Selbst behalten sie dann die wesentlich höher verzinsten Junior-Tranche in der Kapitalstruktur.

Und welchen Weg nehmen wir?

Hemmunglos, wieder einmal unser Lieblingszitat bemühend, stellen wir auch bei Direct Lending Anlagen fest, dass die Schönheit im Auge des Betrachers liegt. Anders können wir uns den grossen Erfolg derart heterogener Ansätze beim Einsammeln von Kundengeldern nicht erklären. Unser Auge erfreut sich im aktuellen Umfeld vor allem an Strategien, die sich durch besondere

Umstände oder Ausgangslagen von der Masse der Auktionsteilnehmer abheben können und so Deals entdecken oder kreieren, an welche die Konkurrenten gar nicht heran kommen. Zudem glauben wir, dass sich im eher fortgeschrittenen Kreditzyklus Solidität, Seniorität und Covenants auszahlen dürften, während die Gier nach noch höheren Renditen auf Kosten einer fundierten Risikokontrolle eher gefährlich erscheinen. Mehr zu möglichen Risiken dann in Teil 2.

Unbedingt diversifizieren aber wie genau?

Auch bei Direct Lending Deals ist Diversifikation die Mutter der Porzellanlust. Doch eine simple Streuung über Länder wie bei traditionellen Aktien oder Anleihenindizes könnte in die Irre führen. Einerseits, weil Manager verschiedene Ansätze bzgl. regionaler Aktivität verfolgen aber teilweise keinen glaubwürdigen lokalen Zugang an den Märkten vorweisen können. Andererseits weil nicht alle Länder für Kreditgeschäfte gleich attraktiv sind, weil z.B. der Kreditorenschutz vor Gericht oder die Durchsetzung von Forderungen gegenüber Schuldnerfirmen unterschiedlich ist.

Wir bezweifeln, dass sich die Gier nach höheren Renditen auf Kosten der Kreditqualität im aktuellen Umfeld auszahlt.

Die Hoffnung auf passive Lösungen müssen wir dämpfen. Es gibt heute weder investierbare Indizes noch ETFs für Direct Lending Anlagen. Statt dessen kombinieren wir bei der Beratung von Multi-Manager Direct Lending Portfolios Funds, deren Sourcing-Kanäle sich ergänzen, um so ein diversifiziertes Risikoprofil zu bilden. So umgehen wir die Gefahr, trotz mehreren Managern in den gleichen Deals zu landen.

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 / contact@siglo.ch

