

Private Debt

Bevor Sie investieren:

Fragen an den Anbieter von Private Debt-Produkten

PK Assets AG Egglirain 22, Postfach 251, 8832 Wilen

+41 (0)44 787 80 20 www.pkassets.ch

Mögest du in interessanten Zeiten leben

Alter chinesischer Fluch

*„Das Interesse an **Private Debt** ist enorm, wie eine Umfrage von Coller Capital zeigt. Rund 45 Prozent der 110 befragten institutionellen Investoren möchten ihre Zielallokation in Privatkredite aufstocken, womit die Anlageklasse im aktuellen Marktumfeld beliebter ist als Private Equity und Infrastruktur.“ Advertorial Oddo BHF 6/2024*

Unsere Definition:

Hochzins-Finanzierungen unter Umgehung des Bankensystems für privat gehaltene Unternehmen, Buyouts oder Projekte, vorrangig oder nachrangig, die nicht handelbar und nicht standardisiert sind, von unterschiedlicher Grösse, die weder gerated sind noch Wertpapiere darstellen

Konstituierende Elemente

- Anbieter in der Regel Nicht-Banken: Disintermediation von früheren Bank-Darlehen
- „Private“: Private debt includes any debt held by or extended to privately held companies. Dies ist die eine Definition...
- ‘Private’ refers to the investment instrument itself and not necessarily the borrower – i.e., public companies can borrow via private debt just as private companies can. ...dies ist die zweite Definition
- „ Middle Market Companies and Buyouts“
- Finanzierungsgründe: Buyouts, Akquisitionen, Dividenden, Refinanzierungen, Krisen
- Heterogen: Je nach Projekt handelt es sich um „Direct Lending“, „Distressed Debt“, „Mezzanine Debt“, „Infrastructure Debt“, „Real Estate Debt“, „Special Situations“, „Venture Debt“
- Kredite nicht standardisiert bzw. flexibel bzgl. Zins, Tilgung, Vertragsklauseln, Seniorität etc
- Nicht gerated
- Keine Wertpapiere: „Private“
- Oft zu kleine Transaktionen für den öff. Kapitalmarkt

Konstituierende Elemente

- Hohe Verzinsung: „Prämie von 200-500 bips zu breiter syndizierten Hochzins-Anleihen“
- Illiquid: PD wird nicht gehandelt
- Europa: Meist ein geschlossener Fonds mit 8-10 Jahren LZ, investiert in 20-35 Unternehmen mit Laufzeit 8/10 Jahren, Zins float mit regelmässigen Coupons
- USA: Meist börsengehandelte geschlossene Fonds
- Bifurkation in Risikosegmente: Vorrangig, nachrangig „Die verschiedenen Strategien lassen sich in zwei Kategorien einordnen: Strategien zum «Kapitalerhalt» oder zur «Renditesteigerung». Kapitalerhaltstrategien (wie vorrangige Kredite und Unitranchen-Finanzierungen) streben vorhersagbare Renditen an und bieten gleichzeitig einen gewissen Schutz bei Abwärtstrends. «Renditesteigerungsstrategien» (wie Mezzanine-Kredite) streben höhere Renditen an, indem sie Optionsscheine und/oder Eigenkapitalbeteiligungen einbeziehen.“ LGT 2019
- „Unitranchen“: „Massgeschneiderter Kredit, eine erstrangige Finanzierungslösung, vorwiegend ohne Tilgung, die vorrangige und nachrangige Tranchen in einem einzigen Finanzierungsprodukt vereint. Statt einen Kredit mit einem vorrangigen Kreditgeber und einen nachrangigen Kredit oder einen Mezzanine-Kredit mit einem anderen Anbieter auszuhandeln, schliesst der Kreditnehmer nur mit einem Anbieter einen Vertrag ab. Ein Unitranchen-Kredit wird in der Regel mit einer Prämie von 100–250 Basispunkten gegenüber einer traditionell durch die Banken finanzierten Struktur bepreist, die eine Mischung aus vorrangigem Kredit und Mezzanine-Kredit enthält, da sie dem Kreditnehmer verschiedene Vorteile bietet“ LGT 2019
- „Mezzanine“ „Mezzanine-Kredite haben in der Regel die Form einer nachrangigen Schuldverschreibung und sind nach vorrangig besicherten Krediten zurückzuzahlen. Die Renditen setzen sich aus mehreren Komponenten zusammen, darunter Zinszahlungen und Optionsscheine, um an der Wertentwicklung des Unternehmens beteiligt zu sein. Mezzanine-Kredite werden aufgrund ihres zweiten oder dritten Rangs in der Kapitalstruktur höher bepreist. Die Zinszahlungen für Mezzanine-Kredite liegen üblicherweise zwischen 400 und 600 Basispunkten.“ LGT 2019
- Fremdkapital oder Eigenkapital? „Üblicherweise wird Private Debt als eine Ergänzung einer bestehenden Allokation in festverzinsliche Papiere betrachtet. Private-Debt-Strategien mit einem bedeutenden Anteil am Aufwertungspotenzial des Eigenkapitals könnten jedoch auch eine Ergänzung zu einer Private-Equity-Allokation oder einer breiteren Allokation in Privatmärkte sein.“ LGT 2019



Soll ich dem Anbieter von Finanzprodukten mein uneingeschränktes Vertrauen aussprechen?

Private Debt ist eine **radikal andere** Anlageform als öffentliche Aktien und Schulden insofern als der Stiftungsrat einen **kompletten Vertrauenstransfer** macht und nur eine sehr **eingeschränkte Kontrolle** ausüben kann.

Frage 1

Soll ich dem Anbieter von Finanzprodukten mein uneingeschränktes Vertrauen aussprechen?

Fragekatalog & Hintergrund:

Private Debt ist Private

- „Kann ich damit leben, für die gesamte Laufzeit der Investition im **Blindflug** zu fliegen?“
- „Kann ich damit leben, auf Ratings, Bilanzen, Track Record, und Liquidität zu verzichten?“
- „Kann ich damit leben, auf verifizierbare Preise zu verzichten?“
- „Kann ich damit leben, auf griffige Covenants zu verzichten?“
- „Kann ich damit leben, am Anfang der Nahrungskette zu stehen (Verkäufermarkt)?“
- „Kann ich damit leben, meine Ansprüche an die Due Diligence über Bord zu werfen?“
- „Kann ich damit leben,
- „Kann ich damit leben,
- „Kann ich damit leben, einen **kompletten Vertrauenstransfer** zu machen?“
- „Wer ist schuld, wenn etwas schiefgeht? Bei Betrug? Bei Missmanagement? Bei einer Rezession?“
- „Bin ich **haftbar** im Falle, dass es schief geht? Ist jemand, der ohne minimale Information in risikobehaftete Anlagen investiert, haftbar?“

„In February, Bloomberg News reported that in some cases the exact same loans were being marked wildly differently depending on whose portfolio they were in. The huge variations in pricing is also spooking regulators who are concerned that a lack of consensus may be masking more distress under the surface.“



Wie wird der für alle offensichtliche Interessenskonflikt gelöst?

Bei einer Anleihe kann man davon ausgehen, dass der Ofen spätestens dann aus ist, wenn das Rating des Emittenten auf «D» für Default gesenkt wird. Bei Private Debt gibt es **keine Ratings**. Es gibt wohl auch keinen geregelten, standardisierten, objektiven **Prozess**, wenn der Schuldner überschuldet, illiquid oder defizitär ist.

Der **Interessenskonflikt** ist klassisch:

Der Anbieter von Private Debt kassiert Fees. Er hat ein Interesse, einen Halbtoten am Leben zu lassen. Auch dann, wenn es noch früh genug wäre, das Investment abzustossen.

Wie wird der **Preis** der einzelnen Beteiligungen festgelegt, wenn kein Handel und keine Marktpreise existieren?

Wird konsequent **abgeschrieben**, wenn etwas aus dem Ruder läuft?

Das Problem ist nicht neu, auch bei Private Equity existieren solche Fragestellungen. Aber dort besteht immerhin die Aussicht auf eine Vervielfachung des Kapitals, also auf ein ungleich höheres Upside-Potenzial.

Frage 2

Wie wird der für alle offensichtliche Interessenskonflikt gelöst?

Fragekatalog & Hintergrund:

Die Möglichkeiten einer massgeschneiderten Betreuung von Problemerkandidaten hat eine Schattenseite: Der offensichtliche Interessenskonflikt, ein klassisches Agency Problem:

- „Liegen Leichen in den Portfolios?“
- „Wie handled der Anbieter den Interessenkonflikt des Agency Problems?“

“since private credit managers can amend and extend to paper over trouble spots, what would probably count as a default in public markets never actually emerges from the shadows. Private lenders can keep kicking the can until the debtor throws the keys across the table — missed payments just aren’t visible. And it’s hard to see how troubled companies can sustain the high-teens interest payments that private lenders boast about without a few going belly up. If Pimco’s right, there’s a reckoning due in the not-too-distant future.” Bloomberg 2/2024

Der Private Debt Anbieter könnte theoretisch das Interesse haben, auch nicht performende Schuldner weiter leben zu lassen, um vom Kunden weiter Fees zu generieren. „Kicking the Can“, „Extend and Pretend“

“Whether or not the economy goes into recession, a prolonged period of high interest rates will cause pain for the most indebted companies that can no longer afford their interest payments. Many smaller asset managers that rushed into private credit to make sure they didn’t miss out haven’t lived through a serious downturn. The default rate is already ticking up, hitting 2.15% in the first quarter, up from about 1% in 2021’s fourth quarter, according to Proskauer’s Private Credit Default Index, which only captures a small percentage of the market. Private credit lenders have an incentive to quietly negotiate a debt restructuring—for a fee—rather than have a default stain their performance, further masking the industry’s true financial condition. In a May report, the Federal Reserve wrote that it isn’t worried but the lack of transparency makes it difficult to assess risks to the broader financial system.” Bloomberg 6/2023

“In some extreme cases, we’re seeing cases of lending terms being too good to be true,” Wright said. “When investigated, it turns out that the collateral being promised to investors for lending has in fact been pledged to others. Sometimes multiple times over.”



Stimmen die Prämissen von 2008 noch? Ist Private Debt immer noch die robuste, resiliente Allwetter-Vermögensklasse, die quasi risikolos zweistellige Renditen verspricht?

Der Business Case von Private Debt ist geradezu sensationell. Doch womöglich ist die Tatsache, dass Private Debt als einzige Vermögensklasse unbefleckt aus der Finanzkrise gekommen ist, auf Faktoren zurückzuführen, die heute nicht mehr gegeben sind.

*Damals erfolgten Private-Debt-Ausleihungen v.a. **vorrangig**, also abgedeckt durch eine Menge von subordiniertem Fremdkapital. Das sorgt für hohe Verwertungsraten. Zudem bestanden starke Verträge («**Covenants**»), welche die Verhandlungsposition der Fremdkapitalgeber und damit der Investoren stärkten, sowie - angesichts der Überlebensrate – mutmasslich eine gute **Bonität** der Schuldner, bzw. eine gute Selektion durch die Private-Debt-Industrie. Hat eine **Race to the Bottom** stattgefunden, weil viel zu viel Geld viel zu wenigen lukrativen Projekten nachgelaufen ist. Mehr Anbieter = weniger Sorgfalt? Andererseits: Es wird gesagt, dass der **Eigenkapitalanteil** heute speziell bei Private-Equity-Finanzierungen viel höher ist als früher, das wäre positiv,*

Frage 3

Stimmen die Prämissen von 2008 noch? Ist Private Debt immer noch die robuste, resiliente Allwetter-Vermögensklasse, die quasi risikolos zweistellige Renditen verspricht?

„Bei einer Private Debt Unitranche-Finanzierung sind – ein Basiszins von aktuell 3,8 Prozent zugrunde gelegt – 10 bis 12 Prozent Rendite möglich und das in erstrangiger Besicherung.“ BHF Oddo 7/2024

Fragenkatalog & Hintergrund:

In der Grossen Finanzkrise war die Position der Private Debt Gläubiger mutmasslich durch viel nachrangiges Kapital abgesichert, der Recovery war dementsprechend attraktiv

- „Gibt es Subordinierung? Oder sind die Exposures die einzigen Fremdkapitalien bei den Schuldner?“
- „Gibt es besondere Besicherungen im Vergleich zu anderen Gläubigern?“
- „Beissen den Letzten die Hunde?“

Private Debt wird mit diesem Argument vermarktet:

„Neben ihrer variablen Verzinsung können die «Seniorität» und die Besicherung von Loans helfen, das Abwärtsrisiko zu mindern. In der Vergangenheit haben diese Eigenschaften zu relativ hohen Verwertungsquoten (Recovery Rates) von 60 bis 70% im Vergleich zu nachrangigen Anlageklassen wie Hochzinsanleihen (30-40%) geführt. Für Anleger könnte das insbesondere in einem Rezessionsumfeld ein sehr attraktives Merkmal sein.“ Invesco 8/2023

Wer zu spät kommt...

“The dangers of private credit firms overvaluing their own assets has become one of the booming \$1.7 trillion industry’s most contentious topics in recent weeks. New data on how much money they expect to get back from defaulting borrowers will only add fuel to that fire. As the private credit industry has battled with investment bankers over the lucrative business of lending companies money, one of its biggest selling points has been that its tougher loan protections and one-to-one relations with borrowers would give it extra protection when those companies hit trouble. New analysis by KBRA Direct Lending Deals casts doubt on those assumptions. Looking at loans to companies that defaulted over the past year, the data shows that those made by private credit firms were valued at an average of 48 cents in the aftermath of the default, showing how much they’d expect to recover on each dollar lent. That’s worse than loans by bank-led syndicates, where the average value was 55 cents a month after default. (..) Providers of leveraged loans would have expected to get back 70%-80% of their money from struggling businesses in the past, but recent examples have been way below that — as the new data confirms.” Bloomberg 3/2024

“Private credit loans have been given a lot of amendments and that’s postponed defaults. Many private credit funds haven’t been tested. They haven’t been through a real default cycle.” Moody’s 3/2024

Stimmen die Prämissen von 2008 noch? Ist Private Debt immer noch die robuste, resiliente Allwetter-Vermögensklasse, die quasi risikolos zweistellige Renditen verspricht?

Fragenkatalog & Hintergrund:

Wer hat sonst noch Skin In The Game?

- „Hat der Private Debt-Anbieter Skin in the game?“
- „Bei Finanzierungen von Private Equity, wer hat dort wieviel Skin in the game?“

„In 2007, the capital structure set-up of a typical LBO was mostly debt and the equity was a small portion of it, so it was really more of an equity option. Whereas today, equity comprises the vast majority of the capital structure, meaning that the private equity firms have a lot more at stake. When you think about what that means, 1%, 2%, 5% change in interest rates, that dollar cost of supporting that company is pretty small relative to the equity dollars. Just to give an example, because I think it brings it to life a little bit, if you think about a billion dollar capital structure that's financed with \$300 million of debt and \$700 million of equity, and that's a typical capital structure that we're seeing today. If you have interest rates go up by 1%, that's an extra \$3 million of interest expense or maybe it went up 5%, so that's \$15 million of extra annual interest expense. But that's still such a small amount compared to that \$700 million of equity that a private equity firm has at stake. So again, unless the business is fundamentally broken or really just a disaster, they're very inclined to feed it and support it to preserve the equity value that they have.“ Laura Holson, New Mountain Capital 11/2023

„So you have this sponsor, a private equity firm. That's the main capital provider. And as the fund then gets launched, yes, they use intermediaries to fund. Because ultimately the companies who borrow from that private credit fund, they're facing essentially a bank. Same idea. But the private credit fund itself gets capital backing from a private equity firm, but still has to use intermediaries to raise the funds in order to lend, (..) I think it's really the structure of having this sponsor company providing the majority of that capital, which is also maybe what gives a lot of clients confidence. Like you have a private equity company involved, that's kind of like a chokehold on a particular company, right?“ Ben Emons 1/2024

Frage 3

In der Grossen Finanzkrise war die Position der Private Debt Gläubiger durch scharfe Debt Covenants abgesichert, die Stellung des Gläubigers dementsprechend gut

- *„Gibt es Covenants bei den Verträgen?“*
- *“Um was für Covenants handelt es sich?“*
- *“Muss man bei Ihrem Produkt von Covenant Light sprechen?“*

“For instance, bank loans to risky companies often had maintenance covenants, requiring the company to have at least some minimum amount of earnings every quarter. If the company’s income cratered, it would be in default on its loan. And then it would call up its relationship bank and say “hey we have a problem,” and the bank and the company would work out some mutually beneficial solution. The covenants gave the bank leverage over the company if things went wrong; the long-term relationship between the bank and the company made this reasonable. Bonds generally did not have maintenance covenants, in part because bondholders were traditionally dispersed public investors who couldn’t monitor the company as well as the banks, or negotiate efficiently if it ran into trouble.” Bloomberg 10/2023

“okay, the individual companies that they lend to have had a good credit history so far, at least in many of the funds that we looked at, that's been the case. Very little impairments have happened. Second, the private lenders are in control, so they set the covenants. It's not like a bank [is] involved or another intermediary that is controlling the contract. It's really Blue Owl, Blackstone, KKR, those companies, they set the terms and they also are very good at enforcing those terms. And I think this gives clients a confidence that these loans are staying current and we're not getting any major impairments of anything.” Ben Emons 1/2024

“Da die Kreditgeber im Bereich Private Debt in der Regel «alleinige» Kreditgeber sind und in der Kapitalstruktur an erster Stelle stehen, haben sie eine höhere Kontrolle und starke Verhandlungspositionen. Zudem wird dies durch “Covenants” noch erhöht, welches ein potentielles Ausfallrisiko für Investoren deutlich reduziert. Im Falle von Zahlungsunfähigkeiten der Schuldner sind die «Recovery Raten» deutlich höher als bei Anleihen des Kapitalmarkts oder als auch im Senior Secured Loan Bereich. So liegen die historischen Ausfallraten für Direct Lending bei 1% bis 3%, die eigentlichen Verlustraten jedoch nur bei 0.3% bis 0.9% ,dank Verwertungsgraten von 70% bis 90%. ” Baloise

„Da die Kreditgeber im Bereich Private Debt in der Regel «alleinige» Kreditgeber sind und in der Kapitalstruktur an erster Stelle stehen, haben sie eine höhere Kontrolle und starke Verhandlungspositionen. Zudem wird dies durch “Covenants” noch erhöht, welches ein potentielles Ausfallrisiko für Investoren deutlich reduziert. Im Falle von Zahlungsunfähigkeiten der Schuldner sind die «Recovery Raten» deutlich höher als bei Anleihen des Kapitalmarkts oder als auch im Senior Secured Loan Bereich. So liegen die historischen Ausfallraten für Direct Lending bei 1% bis 3%, die eigentlichen Verlustraten jedoch nur bei 0.3% bis 0.9% ,dank Verwertungsgraten von 70% bis 90%. Diese «Down-Side Protection» macht die Anlageklasse auch in schwierigen Zeiten interessant. “ Baloise

Frage 3

Mehr Anbieter = Weniger Sorgfalt?

- „Zuviel Geld für zuwenig gute Projekte?“

“The demand for deals is very strong, but the need for credit is not there,” David Mechlin, a portfolio manager in the credit investments group at UBS Asset Management, said during a roundtable earlier this week. “There’s a deficit of credit supply right now.” Bloomberg 5/2023

- “Erodiert die Bonität im Portfolio zuungunsten des Investoren?“

“By now, private credit is a \$1.5 trillion asset class, bigger than high-yield corporate bonds or leveraged loans. But here is the worry: With so much investor interest, will fund managers start to lower their lending standards just to close deals, put money to work and move on to raise even bigger funds? After all, earning management fees has become as important a profit driver as getting a chunk of investment- capital gains. Private-equity giant Blackstone Inc., whose assets under management crossed the \$1 trillion mark in the second quarter, collected \$4.4 billion in fee-related earnings over the last year alone. It’s a tough question. We don’t get to see the lending documents — they are, by definition, private. We thus do not know if private debt has started going covenant-lite, just as the US leveraged-loan market became with the rising appetite of collateralized loan obligation investors.” Bloomberg 8/2023

- “Passiert eine Race to the Bottom?“

“Dry powder, or the amount of money committed to private credit funds that has yet to be deployed, is at a record. That’s in part because demand for their capital from buyout firms remains tepid. What’s more, bank leveraged finance desks are increasingly seeking to poach back business. The result has been what some have called a ‘race to the bottom’ among private credit managers. “Because of this supply-demand imbalance you’re starting to see this behavior shift in parts of the private credit market — turning into a bit of an auction for the tightest terms,” said Sachin Khajuria, who runs family office firm Achilles Management and invests across private assets. “That means weaker underwriting standards due to competition.” To win deals, managers in the \$1.7 trillion industry are offering cheaper pricing and giving up key investor protections. They’re also keeping larger slices of financings for themselves, and even swooping in at the last minute to snatch business from the leveraged loan market. “Right now I’d be really selective in private credit,” said Khajuria, a former partner at Apollo Global Management Inc. In recent weeks direct lenders have offered some of the most aggressive financing terms ever seen in the market. ” Bloomberg 5/2023

Frage 3

Private Debt wird aggressiv vermarktet mit dem Vorteil variabler Zinsen in Zeiten steigender Kapitalmarktzinsen, aber dieser Vorteil hat eine Kehrseite

- *„Wie konservativ finanziert sind die Firmen?“*
- *„Wie kommen die Firmen mit höheren Zinsen zurecht?“*
- *„Wie siehts aus bei den Fixed Coverage Ratios der Zielprojekte/Unternehmungen?“*

„In Zeiten niedriger Zinsen sind die Renditeaussichten absolut betrachtet gering und Leverage ist günstig. Warum also sollte man nicht reichlich Leverage einsetzen, um die erwartete Rendite zu erhöhen? Gegen Ende des letzten Jahrzehnts floss viel Geld in zwei Bereiche: sowohl in Private Equity, wo der Schwerpunkt auf fremdfinanzierten Renditen aus Unternehmensbeteiligungen liegt, als auch in Private Credit, wo hauptsächlich Fremdkapital für Private-Equity-Transaktionen bereitgestellt wird. Diese beiden Trends ergänzten sich gegenseitig und führten zu einem markanten Aufschwung bei fremdfinanzierten Investitionen. Im vergangenen Jahrzehnt wurden jedoch manche Unternehmen, die von Private-Equity-Fonds übernommen wurden, mit Kapitalstrukturen belastet, die nicht auf einen Anstieg der Zinsen um 400 bis 500 Basispunkte ausgerichtet waren. Weil diese Unternehmen nun höhere Zinsen zahlen müssen, hat sich ihr Cashflow und Zinsdeckungsgrad verringert.“ Howard Marks 1 2024

„A popular metric used for private assets, the “fixed charge coverage ratio,” shows how well a company can cover costs such as rent, utility bills and interest payments from its earnings. This is running at about one times on average right now, according to Stracke, meaning some businesses are barely covering expenses. If rates stay where they are, or fall only slightly, as many as a quarter of private credit portfolios will have difficulties, he estimates. “We also expect private credit loans, particularly mid-market, to come under some stress this year,” says Isaac Poole of Oreana Portfolio Advisory Service, a large investor in private funds, adding that he expects some situations to even stretch “beyond” distress: “The growth in this asset in the liquidity boom during the pandemic is an area we’ve been very cautious on.” Eric Jacobson, a fixed-income director at Morningstar Research Services LLC, agrees that it makes sense to take an opposing view when a market’s as overheated as this one. The “standard for good asset managers is to avoid chasing trends and making sales pitches promising investors nirvana with new fund launches,” he says, “but instead to look for areas where they see a lot more value, even if that value isn’t being seen by others.” Bloomberg 1 2024

“As interest rates have risen, so has the riskiness of borrowers”

“The thinly traded nature of this market may make it nigh-on impossible for most outsiders to get a clear picture of what these assets are worth, but red flags are easier to spot. Take the recent spike in so-called “payment in kind” (or PIK) deals, where a company chooses to defer interest payments to its direct lender and promises to make up for it in its final loan settlement. This option of kicking the can down the road is often used by lower-rated borrowers and while it doesn’t necessarily signal distress, it does cause anxiety about what it might be obscuring.” Bloomberg 2/2024

“An equally perplexing sign is the number of private funds who own publicly traded loans, and still value them much more highly than where the same loan is quoted in the public market.” Bloomberg 2/2024

Private Debt wird aggressiv vermarktet mit dem Vorteil ausbleibender Volatilität

- „Wie vertrauenswürdig sind die Preise der Loans in den Portfolios?“

“Colm Kelleher whipped up a storm at the end of last year when the UBS Group AG chairman warned of a dangerous bubble in private credit. As investors dive headfirst into this booming asset class, the more urgent question for regulators is how anybody could even know for sure what it’s really worth. The meteoric rise of private credit funds has been powered by a simple pitch to the insurers and pensions who manage people’s money over decades: Invest in our loans and avoid the price gyrations of rival types of corporate finance. The loans will trade so rarely — in many cases, never — that their value will stay steady, letting backers enjoy bountiful and stress-free returns. This irresistible proposal has transformed a Wall Street backwater into a \$1.7 trillion market. Now, though, cracks in that edifice are starting to appear. Central bankers’ rapid-fire rate hikes over the past two years have strained the finances of corporate borrowers, making it hard for many of them to keep up with interest payments. Suddenly, a prime virtue of private credit — letting these funds decide themselves what their loans are worth rather than exposing them to public markets — is looking like one of its greatest potential flaws. Data compiled by Bloomberg and fixed-income specialist Solve, as well as conversations with dozens of market participants, highlight how some private-fund managers have barely budged on where they “mark” certain loans even as rivals who own the same debt have slashed its value. In one loan to Magenta Buyer, the issuing vehicle of a cybersecurity company, the highest mark from a private lender at the end of September was 79 cents, showing how much it would expect to recoup for each dollar lent. The lowest mark was 46 cents, deep in distressed territory. HDT, an aerospace supplier, was valued on the same date between 85 cents and 49 cents. This lack of clarity on what an asset’s worth is a regular complaint in private markets, and that’s spooking regulators. While nobody cared too much when central bank interest rates were close to zero, today financial watchdogs are fretting that the absence of consensus may be hiding more loans in trouble.” Bloomberg 2/2024

“There are also increasing worries about valuations, with only 40% of private credit funds reporting data to the US Securities and Exchange Commission using third-party marks.” Bloomberg 7/2024

„Payment in Kind“: Entsteht eine Ponzi-Struktur?

- „Ist PIK bereits ein Phänomen in Private Debt?“

“When private equity firms buy up target companies, they rely on one major source of financial firepower — debt, and lots of it. But what happens when the interest on that debt jumps? For some, the answer is simple: pay it later. In today’s “higher-for-longer” rate environment, so-called payment-in-kind debt, otherwise known as PIK, is an appealing but risky way for buyout firms to keep their spending to a minimum while they try to extract returns from the businesses they’ve acquired. (..)

with central banks delaying a shift to lower borrowing costs, PIK is becoming more popular by the day. The interest gets added onto the initial amount of money borrowed when it comes due and is compounded, meaning the underlying debt grows over its lifetime. While PIK can alleviate a short-term cash crunch, it can end up being far more expensive than normal debt. (..)

PIK is one of the riskiest types of debt, for several reasons. It doesn’t come cheap, with some borrowers racking up a PIK interest burden of 21% on an annualized basis. The gamble is that management will use the money saved in the short term to make the acquired business profitable enough to pay off a bigger chunk of debt down the road. If the business goes bad, investors not only miss out on cash payments but saddle themselves with a riskier borrower that buckles under the strain of its mounting debts. This threatens the repayment of even the principal. (..)

Private credit funds are the main driver of the trend. During the decade of rock-bottom interest rates following the global financial crisis, PIK fell out of fashion because debt was so freely available elsewhere — and at a much lower cost. Today, with companies looking for creative ways to deal with higher rates, private credit providers have been offering the option once more. It gives direct lenders an edge over Wall Street banks because PIK is harder to sell in traditional syndicated markets. (..)

Private credit providers have also allowed struggling borrowers to tweak the terms of their existing debt and shift to PIK-style interest payment arrangements. In Europe, more than half of all amendments made to private credit-provided debt in the first quarter of 2024 involved a PIK component, according to data from Lincoln International.” Bloomberg 7/2024



Was sind die Stärken und Schwächen des Intermediärs? Ist er vertrauenswürdig?

Viele Private-Debt-Anbieter sind **unbekannt**. Und angesichts spärlicher Informationen zur **Performance** bleibt bei der Selektion ein grosser Graubereich offen.

Wie ist sein **Zugang** zum Deal Flow?

Kann er griffige **Covenants** durchsetzen? Kann das überhaupt noch ein Anbieter im Private-Debt-Markt?

Wie gross und gut sind seine **Ressourcen**? Wie hoch ist sein Know-how speziell bei Restrukturierungen? Das **Recovery-Management** ist zentral und grenzt diese Anlageklasse deutlich von Anleihen mit Anlagequalität ab

Was sind die Stärken und Schwächen des Intermediärs? Ist er vertrauenswürdig?

Fragekatalog & Hintergrund:

Ist der Anbieter dort gut, wo es drauf kommt? Das Business endet nicht mit der Investition, das Recovery-Management ist zentral

- „Was macht den Anbieter speziell? „
- „Wie gross ist die Team-Erfahrung? „
- „Wie ist der Zugang zum Deal-Flow? „
- „Was ist sein Track Record?“
- „Wieviel Ressourcen bzw. Restrukturierungsexpertise bestehen“

Ist der Anbieter ein Mitläufer?

„Yeah, you're buying into a pool of loans that is presented as 'this is a low default vehicle, it's very steady in its yield and payout and therefore you don't need to worry about those nuances and details.' And yet I think as investors you should worry about that. Because, you know, in the end, the money that you put into that fund gets to those companies, and so that due diligence should really matter. And you get a lot of assurances that that due diligence process is watertight and the covenants are very strict. And I have to say, from what I read, that's true. But we know from subprime lending, we know from other types of lending, that it could not always work out that way. Especially if you have an exuberance that we're dealing with currently. So the private credit market is in an exuberance phase currently, you know, because everybody's focused on it a lot and a lot of money is being allocated to it.“ Ben Emons 1/2024

„Im Vergleich zu öffentlich gehandelten Wertpapieren wie Aktien oder Anleihen können Anleger bei der Prüfung von Anlagerichtlinien nicht auf staatliche Regulierungen zurückgreifen. Es sind als fundierte Finanzkenntnisse, insbesondere im Bereich Kreditfinanzierung, erforderlich.“ Everon

Oder hat er Skin in the game? Ist er auf unserer Seite?

„Watchdogs are concerned about the “substantial” risk to investors in the private credit market after it emerged that almost 40% of funds don't have skin in the game. The decision by so many managers to avoid putting their own capital into the vehicles creates an “incentive misalignment,” the Bank of International Settlements said this week. The risk is that industry players could prioritize their profit over investors' returns.“ Bloomberg 7/2024



Wie hoch ist der Anteil der Rendite, der bei Ihnen als Investor ankommt

*Die Arbeit des Private-Debt-Anbieters ist zweifellos anspruchsvoll. Das **kostet**.*

Werden sämtliche Cashflows vom Schuldner an die Investoren weitergeleitet?

Wieviel bezahlen die Unternehmen im Loan Pool, wieviel davon kommt bei den Investoren an?

Frage 4

Wie hoch ist der Anteil der Rendite, der bei Ihnen als Investor ankommt

Fragenkatalog & Hintergrund:

Was gibt es zu verteilen?

- „Wie hoch sind die Renditen?“
- „Durchschnitt und Verteilung der Renditen“

Wie werden die Cashflows geteilt zwischen Anbieter und Investor?

- „Wieviele bezahlen die Unternehmen im Loan-Pool, wieviel davon bleibt übrig beim Investoren?“
- „Wie hoch ist die Management Fee? Gibt es eine Performance Fee? Gibt es eine Hurdle Rate?“



Fragen, die bei jedem Investment, private oder public, gestellt werden sollten

Fragenkatalog & Hintergrund:

Die Risikobandbreite bei Private Debt ist enorm:

- „In welche Strategien investiert das Vehikel?“ Direct Lending? Distressed Debt? Mezzanine? FoF? Special Situations? Venture Debt?
- „Wie diversifiziert ist das Produkt?“ Branchen? Geografisch? Firmengröße?
- „Wie hoch ist der Leverage?“

Wie attraktiv und wie riskant sind die Investitionen?

„Welches ist der Trend der Spreads?“

„Wie hoch sind die Spreads im Portfolio? Bandbreite?“

„Welches ist der Trend der Kreditqualität der Unternehmen in Ihren Portfolios?“

Wie lange ist man faktisch eingeloggt?

„Welches ist der Anlagehorizont des Produkts?“

Wie konservativ finanziert sind die Firmen?.. Und die Deals?



„Private Debt für die Massen“

„Demokratisierung“ von riskanten Investments wäre das klassische Signal für eine Anlageklasse, die stinkt

*„Jamie Dimon said he expects problems to emerge in private credit and warned that “there could be hell to pay,” particularly as retail clients gain access to the booming asset class. “Do you want to give access to retail clients on some of these less liquid products? Well the answer is — probably, but don’t act like there’s no risk with that,” the JPMorgan Chase & Co. chief executive officer said at an industry conference Wednesday. “Retail clients tend to circle the block and call their senators and congressmen.””
Bloomberg 5/2024*

„Keine Spillovers in andere Märkte wenn Private Debt abstürzt“

Faktisch ist der P.D.-Markt wohl viel zu gross für solch eine Prämisse

*„Private credit has remained largely outside the remit of financial regulators because the money used to extend loans typically comes from investors, not depositors. That means any losses only impact the returns for these investors. They don’t ripple through the financial system the way a run on a bank does if its balance sheet is in trouble. But the growth of the asset class into a \$1.7 trillion industry has fueled concerns that it may affect the financial system through other channels, for instance by allowing certain industries to take on unsustainable debt levels or by posing a risk to banks that lend to private credit firms. The International Monetary Fund dedicated a chapter of its April global financial stability report to “the rise and risks of private credit.” While banks have been keen to get in on the action, some executives have also expressed reservations. JPMorgan Chase & Co. Chief Executive Officer Jamie Dimon said last month that he expects problems to emerge and warned that “there could be hell to pay,” particularly as retail clients gain access to the asset class.”
Bloomberg 6/2024*



„Die Banken sind an vorderster Front, der ultimative Treppenwitz?“

Das Geschäft wurde den Banken von der Aufsicht weggenommen mit prohibitiven Kapitalvorschriften, das heisst aber nicht, dass die Banken insuliert wären vor Problemen bei Private Debt:

„Banking giants that once had the most ground to lose to the burgeoning world of private credit keep finding more ways — and much more money — to pump into the sector. For years, the threat was that direct lenders would unseat incumbents by luring away clients and siphoning off corporate-loan business. Now, it seems the biggest US lenders have decided if they can’t avoid that competition, they will throw themselves into it. Banks including Goldman Sachs Group Inc., Citigroup Inc. and Wells Fargo & Co. have announced plans to cobble together more than \$50 billion to plow into private credit in recent months, according to an analysis by Bloomberg. Some are offering investing clients more ways to wriggle into the action, with JPMorgan Chase & Co.’s asset management arm looking to scoop up a private credit firm, Bloomberg has reported. “We cannot ignore it,” Daniel Pinto, JPMorgan’s president and chief operating officer, told investors this month. “We need to really embrace it, and make sure that we are properly positioned to participate in that market.” (..)

Some firms have built upon long-established private debt franchises in their asset management units. Some have earmarked funds from their balance sheets. Some have partnered with other firms and will provide access to borrowers, or money, or both. The deepening forays into private credit have the potential to leave banks competing with their own traditional lending desks. But in some cases, the banks may find it more profitable to earn fees by taking money from investors such as pension funds and insurers to fund loans, rather than agreeing to put up money themselves and run the risk of being unable to distribute the debt in the public markets.“ Bloomberg 7/2024

„Wie pervers ist die Finanzindustrie geworden?“

..wenn Investoren sich genötigt fühlen, eigene Nachforschungen zu machen über die Investitionen ihrer Fondsanbieter?

„More money managers are hiring investigators for on-the-ground information to help them learn more about the firms they’re lending to or invested in, as well as value underlying collateral “ Bloomberg 7/2024

PK Assets

Vermögensverwaltung für Institutionelle Kunden

[Home](#)

[Firmenprofil](#)

[Team](#)

[Anlagephilosophie](#)

[Track Records](#)

[Marktanalysen](#)

[ESG-Analysen](#)

[Dienstleistungen](#)

[Archiv](#)

[Kontakt](#)

[Links](#)

Marktanalysen

Hier finden Sie unsere regelmässig nachgeführten Marktanalysen.

Wir bieten Ihnen laufend Beiträge an in den Bereichen:

- Obligationen
- Aktien
- Währungen
- Modelle
- Spezial-Themen und Fragestellungen
- Bonitäts-Analysen
- ESG-Themen

Bonitätsanalyse – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Update/Anwendung U.S. BBB: [download](#)

ESG – Capabilities PK Assets AG: [download](#)

Marktanalysen PK Assets AG:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratessse nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäusserten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.

Flagship-Präsentation:

Zinsen Quartals-Update **Dezember 2023:** "Bonds: Der Bulle ist los!" [download](#)

Inputs Q1 2024

Fixed Income: Der Bulle ist los! [download](#)

Währungen: Taktische Allokation [download](#)

Makro-Zahlen: 1. Dreht die U.S. Arbeitslosenrate nach unten? [download](#)

Makro-Zahlen: 2. Fällt das U.S. Lohnwachstum weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 3. Fällt die U.S. Core PCE-Inflation weiter? [download](#)

Makro-Zahlen: 4. Welches ist die Reaktionsfunktion des Fed in den nächsten Monaten? [download](#)

Wir freuen uns auf Ihr Feedback auf j.lutz@pkassets.ch

und:

Besuchen Sie uns auf www.pkassets.ch

Wir halten unsere Leser für gescheite Leute, trotzdem ein kleiner Disclaimer:

Disclaimer

Alle in diesen Marktanalysen verwendeten Zahlen und Fakten wurden nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und von verschiedenen Quellen bezogen, wir können aber die Akkuratess nicht garantieren. Die in diesen Marktanalysen geäußerten Meinungen und Schlussfolgerungen sind ausschliesslich jene des jew. Autors und basieren auf den Kontext und den Rahmendaten des jew. Augenblicks der Niederschrift. Diese Marktanalysen dienen ausschliesslich der Information und sind keinesfalls Anlagevorschläge. Die historische Performance ist nicht indikativ für zukünftige Performance. Die Meinung des Autors ist weder objektiv noch sind die Schlussfolgerungen geeignet für massgeschneiderte Anlageentscheide des geschätzten Lesers.