

**MARKETS
IN FOCUS**

JULI 2020

Die längste Hausse am Aktienmarkt seit dem Zweiten Weltkrieg hat zu hohen Bewertungen und einer hohen Verschuldung geführt. Nun dreht der Zyklus. Die Bewertungen werden sich unweigerlich verschlechtern, und die hohe Verschuldung wird Druck auf die Kapitalstruktur ausüben.

ZEHN WARNZEICHEN AN DEN KREDITMÄRKTEN, DIE FÜR LANGFRISTIGES ALPHA-POTENZIAL SPRECHEN

Die strukturelle Schwäche der Kreditmärkte und die geringere Liquidität werden wahrscheinlich eine erhöhte Volatilität, mehr Herabstufungen, höhere Ausfallraten, niedrigere Einbringungsquoten und bessere Bedingungen für neue Kreditgeber in einer Welt nach Covid-19 zur Folge haben.

Im Folgenden geht Olivier Maurice, Managing Partner von SYZ Capital, auf zehn Warnzeichen ein, die auf eine Verschlechterung der Fundamentaldaten hindeuten und für langfristige Alpha-Gelegenheiten zugunsten von alternativen Anlegern sprechen.

1. SORGLOSE RATINGAGENTUREN

Seit der globalen Finanzkrise ist die Nettoverschuldung insgesamt massiv gestiegen. So weisen Emittenten von Anleihen mit BB-Rating heute beispielsweise eine höhere Verschuldung auf als Emittenten mit B-Rating während der globalen Finanzkrise. Die unvermeidlichen Rating-Herabstufungen werden daher nur ein nachlaufender Indikator sein.

2. UNTERNEHMENSVERSCHULDUNG HAT SICH VERDREIFACHT

Seit 2009 ist das BIP in den USA um 47% gestiegen – von 14,6 Billionen auf 21,5 Billionen US-Dollar –, während sich das Volumen des Marktes für Unternehmensanleihen fast verdreifacht hat. Die Verschuldung der US-Haushalte hat in diesem Zeitraum geringfügig um 10% zugenommen und das Volumen der ausstehenden Wohnungsbaukredite ist stabil geblieben, derweil der Sub-Investment-Grade-Markt sowohl für Hochzinsanleihen als auch für Leveraged Loans stark gewachsen ist.

3. HOHER LEVERAGE BELASTET PRIVATE EQUITY

Der Fremdkapitalanteil hat seit der globalen Finanzkrise insgesamt im Durchschnitt um das 1,5-Fache und in einigen zyklischen Sektoren sogar um das 3- bis 4-Fache zugenommen. Auch mit Blick auf LBO-Kredite hat sich die Verschuldung deutlich erhöht. Der Fremdkapitalanteil bei grossen fremdfinanzierten

Übernahmen ist sogar noch extremer, denn bei etwa 60% liegt das Verhältnis von Verschuldung zu EBITDA bei mehr als dem 6-Fachen.

4. EBITDA-ANPASSUNGEN

Bei den oben genannten Verschuldungskennzahlen muss jedoch berücksichtigt werden, dass häufig Anpassungen – zum Beispiel Add-backs, Pro-Forma-Anpassungen usw. – in Höhe von 20% des veröffentlichten EBITDA vorgenommen werden, sodass sich die Verschuldungskennzahlen im Vergleich zu den veröffentlichten Zahlen im Schnitt um 1 erhöhen.

5. AUFWEICHUNG DER COVENANTS

Das Volumen der Covenant-Lite-Kredite hat seit der globalen Finanzkrise erheblich zugenommen, sie machen nun mehr als 80% des US-Marktes für Leveraged Loans im Wert von 1,2 Billionen US-Dollar aus. Ohne diese Schutzklauseln kann sich die Performance von Unternehmen erheblich verschlechtern, bevor ein Kreditereignis ausgelöst wird.

6. STEIGENDE AUSFALLRATEN

Die jährlichen Ausfallraten erreichten in den letzten Rezessionen einen Höchststand von etwa 10% und während der globalen Finanzkrise von etwa 13%. Als direktes Ergebnis fehlender oder laxer Auflagen rechnen wir kurzfristig mit einer deutlich geringeren Ausfallrate, sich jedoch verschlechternden Kennzahlen und einem möglichen Anstieg der Ausfallraten bis Ende 2020.

7. NIEDRIGERE EINBRINGUNGSQUOTEN

Fehlende Covenants ermöglichen es Kreditnehmern, auf Zeit zu spielen. Denn die Kreditgeber haben in diesem Fall keine Überwachungsmöglichkeit und können oft erst handeln, wenn es zu spät ist. Diesmal ist mit geringeren Einbringungsquoten zu rechnen, da sich die finanziellen Bedingungen und die Bilanzen der Kreditnehmer bei Eintritt des Kreditereignisses bereits wesentlich verschlechtert haben dürften.

8. PASSIVE ANLEGER

Seit der globalen Finanzkrise haben passive Anlageprodukte ein enormes Wachstum verzeichnet, gleiches gilt für aktiv verwaltete Produkte mit strengen Anlagemandaten, wobei oft eine Liquiditätsinkongruenz besteht. Was Leveraged Loans und insbesondere die Private-Equity-Branche betrifft, dominieren hier CLOs, die wiederum von unterschiedlichen Kreditgebern wie Banken und Nicht-Banken gehalten werden. Die meisten dieser passiven Anleger haben strikte Mandate und sind daher häufig

gezwungen, ihre Positionen in einem sich verschlechternden Kreditumfeld zu veräussern.

9. MANGELNDE LIQUIDITÄT

Die Market-Making-Aktivitäten haben seit der globalen Finanzkrise deutlich abgenommen. Viele Banken sind aus dem Geschäft ausgestiegen oder mussten ihre Aktivitäten zurückfahren. So gingen beispielsweise die High-Yield-Bestände der Händler von 40 Milliarden US-Dollar auf 3 Milliarden US-Dollar zurück und die Handelsbestände an Unternehmensanleihen sanken insgesamt von 250 Milliarden US-Dollar auf 30 Milliarden US-Dollar.

10. VOLATILITÄTSANSTIEG

Wenn die Ratingagenturen die zu erwartenden Herabstufungen vornehmen, werden einige passive Anleger gezwungen sein, Wertpapiere abzustossen, die nicht mehr zu ihrem Mandat passen. Dadurch werden sich Anlagechancen ergeben.

Das schwächste Marktsegment scheinen aktuell Anleihen im unteren Investment-Grade-Bereich zu sein. Papiere, die in einem von begrenzter Liquidität gekennzeichneten Umfeld in den Non-Investment-Grade-Bereich herabgestuft werden (Fallen Angels), werden stark im Kurs fallen, zumal der Anlegerkreis für Hochzinsanleihen deutlich kleiner ist.

FAZIT

Das aktuelle Umfeld lässt erwarten, dass sich gegen Ende des Jahres 2020 sowie in den Jahren 2021 und 2022 zahlreiche Gelegenheiten für Anleger ergeben werden. Vor diesem Hintergrund konzentrieren wir uns auf notleidende Anlagen, Restrukturierungen, Prozessfinanzierung, Secondaries und Private Equity, da nicht alle Unternehmen gleichermassen betroffen sein werden. Sorgfältige und selektive Anleger können auch in einem rezessiven Umfeld wachstumsstarke Anlagen ausfindig machen. Bei SYZ Capital sind wir bereit, von solchen Marktbedingungen zu profitieren. Gleichzeitig bleiben wir geduldig und diszipliniert, was beim Investieren im Abschwung entscheidend ist.

BEITRAG VON

Olivier Maurice, Managing Partner
E. omaurice@syzcapital.com

WÜNSCHEN SIE MEHR INFORMATIONEN: SYZCAPITALAG@SYZCAPITAL.COM

Dieses Dokument ist nur für professionelle, institutionelle und qualifizierte Anleger bestimmt, nicht für Privatanleger. Es richtet sich insbesondere nicht an Personen in einem Land, in dem seine Verbreitung aufgrund der Staatsangehörigkeit oder des Wohnsitzes der Person oder aus sonstigen Gründen verboten ist. Es darf ohne das vorherige schriftliche Einverständnis von SYZ Capital oder ihren verbundenen Unternehmen («SYZ») weder teilweise noch vollständig vervielfältigt, offengelegt und/oder weitergegeben werden. Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken – es ist kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots für ein Finanzinstrument oder eine Finanzdienstleistung und keine Aufforderung oder Empfehlung, in Produkte von SYZ oder anderen zu investieren, und es darf nicht als solche/s aufgefasst werden; zudem wurde es nicht in Verbindung mit einem solchen Angebot oder einer solchen Empfehlung erstellt. Keiner der Inhalte dieses Dokuments begründet eine Beratung zu Anlagen-, Rechts-, Buchhaltungs- oder Steuerfragen. Sie sollten für solche Angelegenheiten Ihre eigenen Berater konsultieren. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen wurden nach Treu und Glauben zusammengetragen und bereitgestellt, auf der Grundlage von Informationen aus Quellen, die als vertrauenswürdig gelten. Diese Informationen wurden jedoch nicht unabhängig geprüft und weder SYZ noch entsprechende Datenlieferanten und andere Quellen geben eine ausdrückliche oder stillschweigende Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit. Bei Angabe einer Bruttoleistung enthält diese unter anderem keine Management-, Performance-, Administrations-, Depot- und Prüfungsgebühren. In diesem Dokument dargestellte Analysen beruhen auf zahlreichen Hypothesen. Die Verwendung anderer Hypothesen kann zu deutlich unterschiedlichen Ergebnissen führen. Jede geäußerte Meinung gilt nur an dem Tag, an dem das Dokument veröffentlicht wurde. Dieses Dokument enthält Aussagen, die keine historischen Fakten sind, sondern die Absichten, Erwartungen und Prognosen von SYZ über den Ausblick, die Performance sowie die Aussichten, Strategien und Chancen in der Zukunft widerspiegeln. Solche zukunftsbezogenen Aussagen werden auf der Basis von Annahmen und Erwartungen getroffen, die sich, auch wenn sie zum Zeitpunkt ihrer Abgabe als vernünftig betrachtet werden, als falsch oder nicht realisierbar erweisen können. Alle Informationen, Meinungen und zukunftsbezogenen Aussagen können ohne Ankündigung geändert werden. Es wird keine Gewähr dafür übernommen, dass die von SYZ angestrebten Ziele erreicht werden und dass Trends, die wir als ermutigend erachten, sich tatsächlich als gewinnbringend erweisen werden. Erstellt von SYZ Capital AG, einer Tochtergesellschaft der SYZ-Gruppe. SYZ Capital wird als Schweizer Verwalter kollektiver Kapitalanlagen reguliert und beaufsichtigt und verfügt über keine weitere aufsichtsrechtliche Zulassung. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Hinweis auf derzeitige oder zukünftige Ergebnisse. In diesem Dokument genannte Anlagen und Strategien können mit erheblichen Risiken verbunden sein. Der Wert solcher Anlagen kann schwanken, was zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des investierten Kapitals führen kann. Zudem sind die alternativen Anlagen eigenen Risiken von einer Art und einem Ausmass wie sie im Allgemeinen nicht bei börsennotierten Wertpapieren anzutreffen sind.