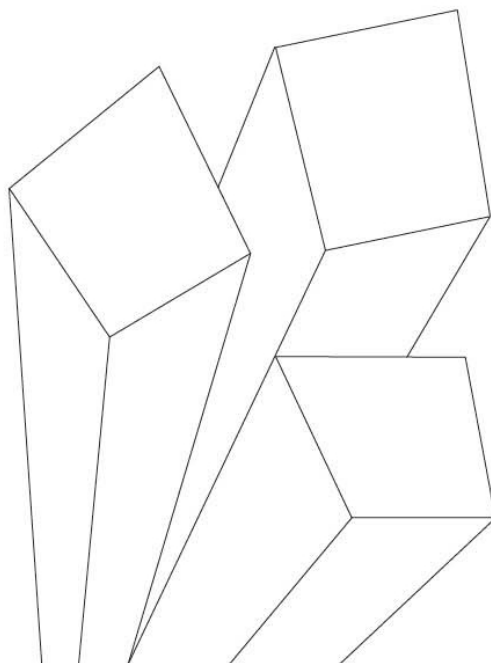


Private Credit a alternativní dluhové strategie

Téma čtvrtletí

Q1 2023



DÁVÁME *financím* ŘÁD
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

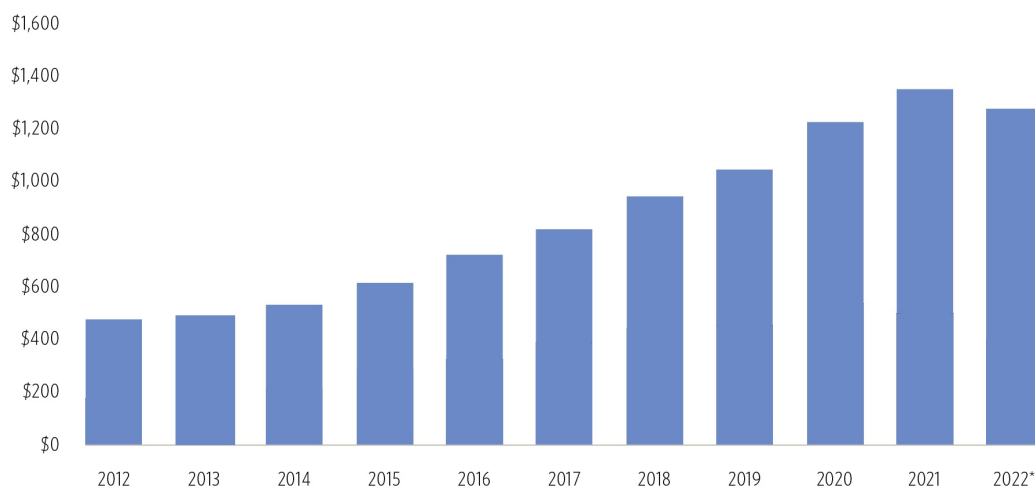
EMUN

Březnová dohoda mezi UBS a Credit Suisse sice zažehnala bezprostřední hrozbu bankovní krize, ale po fúzi dvou největších evropských bank a krachu Silicon Valley Bank a dalších dvou menších amerických institucí je zřejmé, že je bankovní sektor pod tlakem, a že problémy bank se mohou táhnout delší dobu.

Nedomníváme se, že by hrozil zásadní kolaps celého bankovního systému; banky jsou nyní v silnější pozici než kdykoli před globální finanční krizí, jsou lépe kapitalizované a vykazují silnější krytí likvidity. Otřesy v některých částech bankovního trhu však pravděpodobně urychlí jejich ústup od poskytování úvěrů podnikům – zejména firmám neinvestičního stupně a středně velkým firmám – s tím, jak porostou jejich vlastní náklady na financování a zpřísní se regulační požadavky. To může vytvořit nové příležitosti pro alternativní dluhové poskytovatele v oblasti tzv. Private Credit.

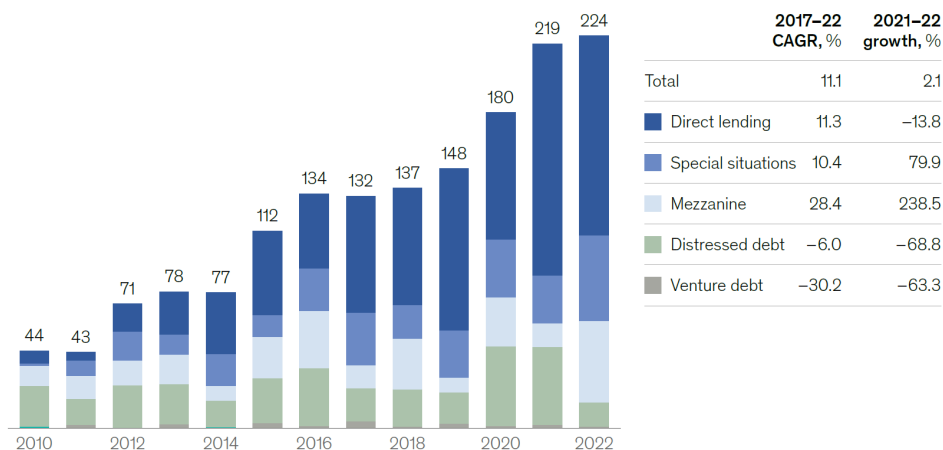
Private Credit je poměrně širokou skupinou aktiv a strategií, které zahrnuje nekotované dluhové nástroje, především nebankovní přímé půjčky růstovým společnostem. Popularita této třídy aktiv se v období po Velké finanční krizi rozšířila ze dvou důvodů. Prvním bylo posílení regulací, které vedlo k tržní konsolidaci v bankovním sektoru a rostoucí neochotě bank financovat specifické potřeby klientů, obzvláště menších regionálních společností. Druhým je pak hlad investorů po aktivech s vyšším výnosem, zejména pak v prostředí velmi nízkých úrokových sazeb. Objem aktiv pod správou této třídy aktiv se od GFC zesedminásobil na více než 1,4 bilion dolarů (graf č. 1) a vzhledem k pokračujícímu prostředí nejví známky zpomalení. V roce 2022 jsme mohli sledovat rekordní rok pro úpisy Private Credit fondů, které kolektivně nasbíraly přes 224 miliard USD nového kapitálu (graf 2). Na globální úrovni v dnešní době operuje již vícero „mega-cap“ investičních manažerů s Private Credit aktivy pod správou v řádu desítek miliard USD (graf 3). Domníváme se, že v aktuálním prostředí vyšších úrokových sazeb a pokračující rizikové averze v bankovním sektoru bude využívání alternativního dluhu nadále posilovat.

Graf1: Private Credit AuM



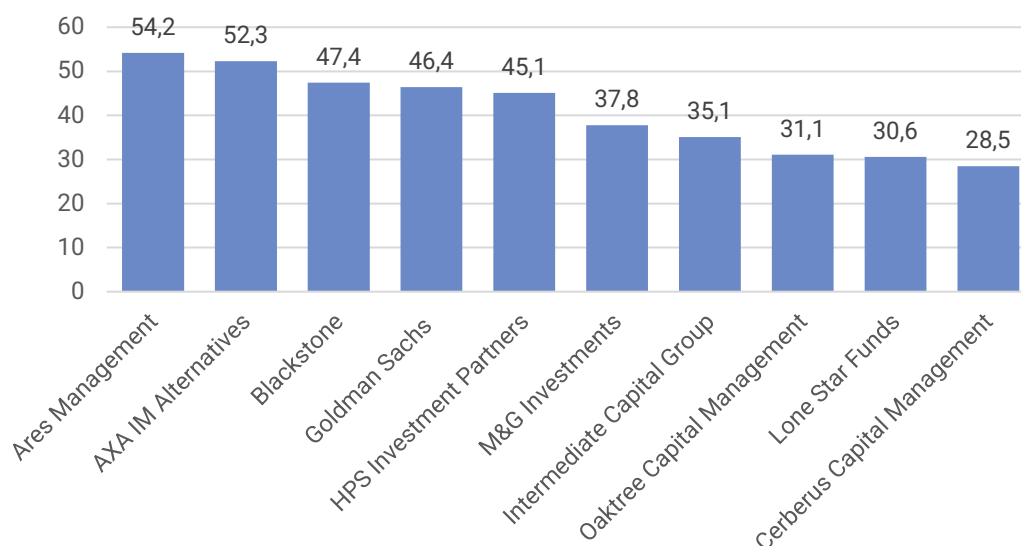
Zdroj: Pitchbook

Graf 2: Private Credit fundraising trendy



Zdroj: Prequin

Graf 3: Největší správci private Credit v miliardách USD



Zdroj: Privatedebtinvestor

1.3 STRATEGIE PRIVATE CREDIT

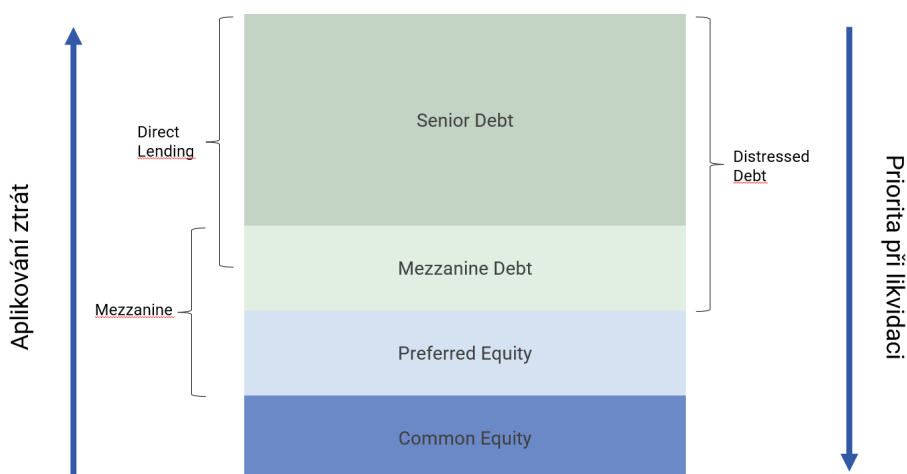
Private Credit strategie můžeme rozdělit do následujících skupin:

Direct Lending: přímé nebankovní půjčky používají firmy zejména v případech, kdy je klient pro banku příliš rizikový, nebo potřebuje speciální podmínky. Většina této formy dluhu má variabilní úrokovou sazbu, která se zpravidla odvíjí od mezibankovního trhu – přímé půjčky jsou tedy typicky bez úrokového rizika. Věřitel získává jak marži nad základní bankovní sazbou, tak i jednorázový poplatek za poskytnutí půjčky (obvykle kolem 3 % objemu). Tyto půjčky jsou na vrcholu kapitálové struktury (graf 4) a bývají poměrně silně zajištěné podkladovými aktivy. V případě defaultu tedy věřitel obvykle získá většinu vypůjčených prostředků. Díky tomu se v oblasti Direct Lending často operuje s finanční pákou, a to především u větších manažerů, kteří se dokáží financovat za výhodnějších podmínek než společnosti, kterým půjčují. Hrubé očekávané výnosy na strategii Direct Lending se většinou pohybují kolem základní bankovní sazby s marží 400 – 800bps, v aktuálním tržním prostředí tedy cca 8 – 12% p.a. (graf 5).

Mezzanine Debt: financování formou podřízeného dluhu, který je v pořadí seniority na předposledním místě před akciemi. Používá se často u akvizic firem a jejich spojení. Dále pak k financování v rámci real estate, kde umožňuje vyšší páku, než je stravitelné pro komerční banky (cca 70 % LTV). Často se jedná o konvertibilní dluh, který se za určitých podmínek může transformovat do ekvity podkladové společnosti, nebo tzv. „PIK“ (pay-in-kind) financování, kdy dlužník může nahradit standardní hotovostní výplaty jinými aktivy jako např. akciemi společnosti nebo fyzickými aktivy. Hrubý očekávaný výnos, stejně jako riziko, je na mezzaninovém financování znatelně vyšší než u seniorních přímých půjček a obecně se pohybuje v rozmezí 12 – 20% p.a.

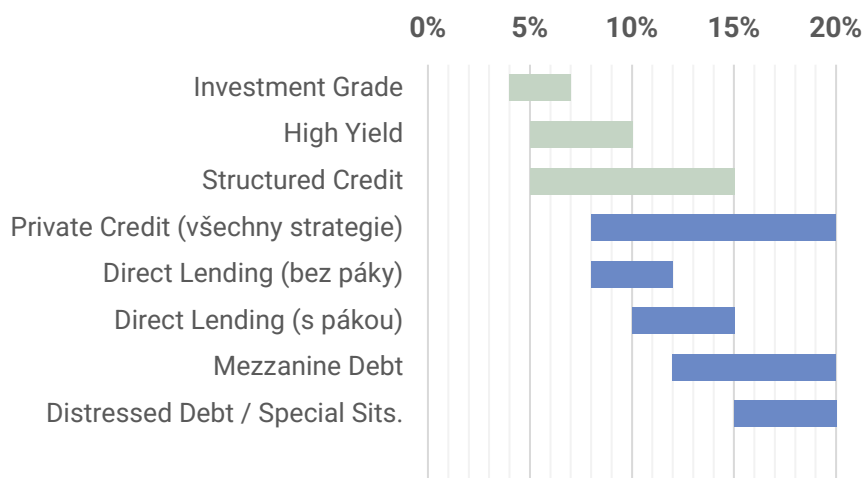
Distressed Debt: cenné papíry vlády nebo společnosti, která buď nesplácí své závazky, nebo je pod bankrotovou ochranou, nebo se nachází ve finančních potížích a v blízké budoucnosti k výše uvedeným situacím směřuje. Zahrnuje všechny úvěrové nástroje, které se obchodují s výrazným diskontem a obchodují se s podstatně většími spready, než je průměr v odvětví. Manažeři Distressed Debt typicky vykoupí dluh od původních majitelů s hlubokým diskontem a následně aktivně přispívají k restrukturalizaci dluhu podkladových společností. Distressed Debt je vnímán jako nejrizikovější segment dluhových strategií s cíleným výnosem 15 – 20% p.a.

Graf 4: Private Credit v kapitálové struktuře



Zdroj: CCERA, EMUN

Graf 5: Očekávaný výnos Private Credit vs tradiční dluhové strategie



Zdroj: CCERA, EMUN

1.4 PRIVATE CREDIT VS TRADIČNÍ DLUHOVÉ STRATEGIE

Private Credit může být zajímavým doplňkem investičního portfolia v kombinaci s tradičními likvidními dluhovými nástroji jako investičními a high yield dluhopisy nebo strukturovaným kreditem. Oproti tradičním dluhovým aktivům jsou Private Credit strategie typicky komplexnější investiční instrumenty s nižší úrovní transparentnosti a, vzhledem k nutnosti aktivního přístupu, většinou vyšší nákladovosti. Zpravidla se jedná o půjčky společnostem zcela bez ratingu. Vzhledem ke komplexitě těchto strategií nejsou dostupné jednoduše obchodovatelné ETF, a proto je Private Credit téměř nevyužívaný retailovými investory. Naopak je téměř výhradně využíván informovanými institucionálními investory typu penzijních fondů nebo endowmentů. Díky své vysoké cash-flow konverzi (Private Credit fondy často vyplácí až dvouciferné výnosy na čtvrtletní nebo i měsíční bázi) a zajímavému poměru výnosu a rizika začíná tato třída být relativně populární i u HNWI a family office investorů.

Pro získání expozice je možné využít následující nejčastější formy investice:

Burzově kotované akcie BDCs: „Business Development Company“ je korporátní forma, která vznikla v USA v 80. letech za účelem financování malých a středních firem do velikosti 250m USD. Za předpokladu, že BDCs vyplácí přes 90% čistého zisku ve formě dividend jsou zcela zproštěné korporátní daně, na koncového držitele akcií se však může vztahovat až 30% srážková daň. BDCs jsou regulovanými finančními entitami. Jejich akcie jsou obchodované na burze a operují s přiměřenou úrovní finanční páky. Financují se zpravidla emisemi akcií a dluhopisů nebo bankovním dluhem. Vzhledem k tomu, že jsou vnímané jako velmi rizikové akcie jsou BDCs typicky velmi volatilní, a to obzvláště v obdobích tržních výkyvů.

Burzově obchodované Closed-end fondy: burzově obchodované fondy investující do přímých půjček, které zpravidla kupují (nejsou přímými emitenty) a jejich investiční strategie je pasivnější. Podobně jako BDCs jsou kotované na burze a jsou většinou poměrně volatilní. Mohou se obchodovat s premiem nebo diskontem oproti NAV podkladových aktiv. Diskonty se typicky prudce rozšíří v časech tržního stresu.

Privátní fondy: fondy ve stylu Private Equity fondů. Neobchodují se na burze a jejich likvidita je obecně semilikvidní (např. čtvrtletní dle diskrece manažera) nebo zcela nelikvidní (capital callová) s dlouhým investičním horizontem v řádu 5-10 let. Tento druh fondů je vystaven nižší úrovni regulace a může proto operovat s širší škálou podkladových aktiv a případně vyšší pákou. Komplikovanější strategie jako Mezzanine, Venture Debt a Distressed Debt jsou téměř výhradně rezervované pro tento typ fondů. Nelikvidní fondy dokáží být často přímými vypisovateli dluhu („originators“), za což inkasují dodatečný nadvýnos. Privátní fondy se financují převážně přímými vklady investorů a vlastním kapitálem investičních manažerů, kteří investují na vlastní knihu. Privátní fondy nejsou oceňovány trhem jako BDCs a CEFs, ale aplikují vlastní metody přeceňování NAV podkladových aktiv, které jsou průběžně auditované třetími stranami. Podobně jako PE fondy jsou privátní Private Credit fondy obtížněji dostupné a vyžadují vyšší minimální částky k úpisu, zpravidla v řádu stovek tisíc USD. Tento druh fondů je v oblasti Private Credit nejpobulárnější.

1.5 ZÁVĚR

Private Credit je zajímavou třídou aktiv, která v posledních letech výrazně rostla. Věříme, že v aktuálním prostředí rizikové averze v tradičním financování si dokáže dále na trhu vytvářet prostor. Za předpokladu, že tato situace bude přetrvávat delší dobu, může Private Credit nadále využívat příležitostí vzniklých z převisu poptávky nad nabídkou k udržení vyšších kreditních marží. Vzhledem ke své komplexitě a výsledné absenci retailového kapitálu je Private Credit stále relativně podinvestovanou třídou aktiv, která díky tomu může v nadcházejících letech vyšších úrokových sazeb nabídnout velmi zajímavé míry zhodnocení v kombinaci se svojí nízkou mírou korelace k tradičním investičním aktivům.