

E X P E R T Q & A

Whether it is high leverage levels or covenant-lite loans, there are plenty of issues weighing on fund managers' minds, say Kevin Griffin, CEO and CIO, and Greg Racz, president, of MGG Investment Group



What should keep credit investors up at night?

Q What's up with the corporate leveraged loan market?

The two headline points are that covenant-lite loans are eating the world (in Europe, 95 percent of levered loans are cov-lite, according to JPMorgan Asset Management, and 80 percent in the US) and the leverage in those loans is very high. Indeed, real leverage based off a borrower's actual EBITDA is even higher. This is due in part to the massive EBITDA addbacks that are now common in the private equity sponsor and broadly syndicated market. Such addbacks boost EBITDA as borrowers and lenders agree to give credit to future proposed cost savings that may, or may not, ever happen.

One example recently sported 5.2x debt/EBITDA with addbacks, but more than seven times without. That kind of nose-bleed leverage typically is a non-starter for us.

SPONSOR
MGG INVESTMENT GROUP

Such high leverage is also one reason PE borrowers have a 50 percent higher default rate. There is a saying: little kids, little problems; big kids, bigger problems – it's the same with leverage.

Q Anything even crazier happening?

Yes, sometimes it feels like *The Twilight Zone*. The crazier things get, the more you think they can't get any crazier. Then something even more bizarre occurs.

First, rather than giving lenders thin reports quarterly, some PE and BSL borrowers now try to provide reports only every 120 days. We call this 'info-lite'. In contrast,

in the non-sponsor market, we generally receive much more detailed reports monthly.

Second, PE sponsors are often able to move assets into unrestricted subsidiaries away from lenders. This is so-called 'collateral-lite'. Third, PE sponsors are sometimes now able to eliminate the right of lenders to speak with borrower management. This we call 'access-lite'. For borrowers, this is great. For lenders, not so much.

Q When is the downturn coming?

As baseball legend and coach Yogi Berra once said: "It's tough to make predictions, especially about the future." Rather than try to time the downturn, instead we try to put ourselves in a good place to excel and take advantage of a downturn by having a portfolio of defensive businesses and assets with low leverage, senior secured first lien with a lot of

covenants. Plus, you need real workout expertise, through prior cycles, with proven success minimising losses.

Q What should investors worry about in this environment?

Credit investors are paid to worry about the downside. So, in addition to the longest US expansion on record, we worry about lots of things: from how resilient is the borrower's business in a downturn, to leverage levels (nearing record highs in market deals, which we seek to avoid) to covenants (largely absent in PE sponsor and broadly syndicated loans) as just mentioned. Another risk, albeit rare and hopefully never an issue, is fraud, which luckily we have not had.

Q How can an investor mitigate the risk of fraud?

It is not easy, of course. Those who commit fraud are often skilled at hiding it. But experience teaches the keys are 'don't trust' and 'independently verify'. We try to do a few things to mitigate the risk: first, we typically hire our own independent forensic accountants to conduct an independent audit and quality of earnings review; second, we run detailed background and reference checks; and third, we do our own in-depth research and diligence.

One reason we prefer non-sponsored lending is we can do all of the above. In contrast, when dealing with PE sponsors and/or bank-led broadly syndicated loans, the PE firm and syndicating bank don't want the lender doing independent diligence or having a direct open and ongoing dialogue with management either before or after the loan closes.

Q Have you ever spotted fraud?

Yes. During diligence in one deal a couple of years ago we identified varied orange to red (to blazing red) flags: signatures on documents that did not look real; alleged currency hedging that both made no sense and was allegedly being done for the company by a PE firm; people whose identities we could not confirm either in person or online; information that was unavailable because of "secret military national security" concerns. Both we – and our long-time seasoned outside counsel – sensed something was not right. We told the potential borrower we were pencils down until he resolved our concerns. We never heard from him again. Then months later the FBI

“PE sponsors are sometimes now able to eliminate the right of lenders to speak with borrower management. This we call ‘access-lite’. For borrowers this is great. For lenders, not so much”

“The crazier things get, the more you think they can't get any crazier. Then something even more bizarre occurs”

called saying they had arrested him for fraud against a Texas bank.

Q Do you worry about changes in regulation?

Changes in regulation in specific industries tend to create more opportunities than not. As to the banking regulatory landscape: the 35-year massive consolidation in the US banking system (during which roughly 10,000 of the 11,000 small banks in the US have disappeared) has resulted in a structural opportunity unlikely to change for a material amount of time, if ever. New bank starts have plunged post-crisis and are all but non-existent. Online lending has increased, but our size borrowers can't typically find our size loans online and, more importantly, would not want to borrow online. This is because in the event of a covenant breach or default, it is much easier to negotiate with a lender like us who is a seasoned lender and can work things out with the borrower based on decades of workout experience.

Q How do you think about changes in interest rates?

Our loans typically have floating interest rates with LIBOR floors. If interest rates go down, we are protected by the floor. If rates rise, our businesses, which are on average only 3x or so levered, should be able to pay the added interest without much hardship. In contrast, the much more highly levered loans common with PE borrowers or the broadly syndicated levered loan market could eventually feel real pain in the event that interest rates go up materially.

Q Anything else you worry about?

One thing we think a lot about is technology and disruption risk. We try to avoid sectors that are ripe for disruption. We actually like businesses that are benefiting from favourable technology trends such as our NHL team borrower (live sport is one of the few things people will watch and sit through commercials for, and is one reason sports teams have seen significantly rising valuations) or our airport concessions loan (longer security times force travellers to spend more time, and therefore more money, in airports). Then to turn things on their head we also like things that are in areas being disrupted or are out of favour but where we feel the leverage is low enough and/or the risk is materially mispriced, so the safety is a lot higher than others realise. ■

전문가

Q & A

높은 수준의 레버리지, Covenant-Lite 론 등 펀드매니저들의 고민에 대하여
 MGG Investment Group의 CEO/CIO인 Kevin Griffin과
 President인 Greg Racz 에게 들어봤습니다



크레딧 투자자들은 무엇을 걱정해야 하나요?

Q 기업 Leveraged Loan 시장의 현황은 어떠한가요?

두 가지 이슈가 부각되고 있습니다. Covenant-lite loan이 만연해졌다는 점과 레버리지 수준이 매우 높아졌다는 점입니다. JP Morgan Asset Management에 따르면 유럽 leveraged loan의 95%가 covenant lite loan에 해당하며 미국은 80%에 해당합니다. 차주(borrower)의 실제 EBITDA 대비 레버리지 수준은 더 높은 상황입니다. Private Equity 스폰서 및 broadly syndicated market에서 EBITDA addback이 보편적으로 일어나고 있습니다. Addback은 일어날지 모르는 미래 비용 절감을 미리 반영하여 EBITDA를 향상시키는 효과가 있습니다.

예를 들어 최근 딜 중에는 addback 포함 시에는 5.2x debt/EBITDA이었지만 불포함 시에는 7x에 해당하는 경우가 있었습니다. 당사는 이러한 과도한 레버리지를 애초에 검토하지 않습니다.

Sponsor
MGG INVESTMENT GROUP

PE 차주들이 50% 더 높은 부도율을 가지고 있는 이유 중 하나도 높은 레버리지 때문입니다. '작은 아이들에게는 작은 문제가 발생하지만, 큰 아이들에게는 큰 문제가 발생하다'는 말이 있듯이 레버리지도 그렇습니다.

Q 더 나쁜 일도 일어나고 있을까요?

있습니다. 상황이 나빠져서 더 이상은 악화될 수 없다고 생각될 때 더 기이한 일이 일어납니다.

첫째, 몇몇 PE 혹은 BSL 차주들은 대주(lender)에게 분기별 보고서를 주는 대신 120일에 한번 보고서를 제출하고 있습니다. 당사는 이를 'info-lite' 거래라고 부릅니다. 반면 non-sponsor 시장에서는 보통 더 자세한 리포트를 월간으로 받습니다.

두 번째, PE 스폰서들은 대주가 접근할 수 없도록 통제 없는 자회사로 자산을 이전시킬 수 있습니다. 이런 거래는 'collateral-lite' 거래라고 부릅니다. 셋째, PE sponsor들은 대주가 차주 경영진과 대화를 하지 못하게 하는 경우도 있습니다. 당사는 이런 거래는 'access-lite' 거래라고 부릅니다. 차주들에게는 좋은 일이지만 대주에게는 그렇지 않습니다.

Q 하강국면이 언제 올 것이라고 생각하십니까?

야구의 전설적인 감독 Yogi Berra가 말했듯이 '예측을 하는 것은 어렵습니다, 특히 미래에 대해서는 더 그렇습니다'. 당사는 하강국면의 시기를 맞추려고 하기 보다는, 방어적인 업종, 레버리지 수준이 낮고, 선순위 담보부 first lien, covenant가 많은 포트폴리오를 구축해서 하강국면을 우호적인 기회로 활용하고 전진할 수 있도록 준비하고 있습니다. 더불어 과거

사이클들에서 실제 워크아웃을 진행해본 전문성이 필요하며 손실을 최소화하기 위한 입증된 성공 실적을 가지고 있어야 합니다.

Q 투자자들은 현지 시장환경에서는 어떤 것을 걱정해야 할까요?

크레딧 투자자들은 하강국면 우려에 대한 반대급부로 수익을 얻습니다. 미국의 역사상 가장 긴 확장국면에서 당사는 여러 가지를 걱정하고 있습니다. 차주 사업이 하강국면에서 얼마나 회복 가능성이 있을 지, 역사적 고점 수준의 레버리지를 기록하고 있는 시장을 피할 수 있을 지, PE sponsor 및 broadly syndicated loan 시장에서 찾기 어려운 covenant를 확보할 수 있을 지 등에 해당합니다. 또한, 다른 위험 요소로는 드물게 일어나고 당사에는 일어난 적은 없지만 ‘사기(fraud)’ 건을 조심해야 할 것입니다.

Q 투자자들은 ‘사기(fraud)’에 대한 위험을 어떻게 완화할 수 있을까요?

물론 쉽지 않습니다. 사기 건을 만드는 사람들은 감추는데 요령이 있는 경우가 많습니다. 그래서 경험을 바탕으로 ‘민지 말고’, ‘개별적인 입증 절차’를 거쳐야 합니다. 당사에서는 이러한 위험을 완화하기 위해 몇 가지 노력을 합니다: 첫째 독립적인 회계사를 고용하여 독립적으로 감사 및 수익을 분석합니다; 둘째 자세한 reference check 및 배경 조사를 수행합니다; 셋째 자체적으로 깊이 있는 리서치 및 실사를 진행합니다.

당사가 non-sponsor lending 을 선호하는 이유 중 하나는 위 사항을 모두 수행할 수 있다는 점입니다. 반대로 PE sponsor 혹은 은행에서 주도하는 broadly syndicated loan의 경우 PE 회사 혹은 은행에서 대주가 대출 실행 전후에 차주 경영진들과 직접적으로 연락하며 독립적인 실사를 진행하는 것을 원하지 않아 합니다

Q ‘사기(fraud)’건을 식별한 적이 있습니까?

있습니다. 몇 년 전 실사 중 다수의 적신호를 보인 일이 있었습니다: 서류의 서명들이 위조된 것 같아 보였으며; 환헤지가 이상해 보였으며 PE회사에서 대신 해 주고 있었고; 직접 혹은 온라인에서도 신원을 확인할 수 없는 사람들이 있었으며; ‘국가 군사 기밀’ 이란 이유로 제공되지 않는 정보가 많았습니다. 당사와 경험이 많은 외부 변호사 모두 잘못된 것이 있음을 감지 했습니다. 잠재 차주에게 우려 사항들이 해소되기 까지 이 일을 더 이상 진행할 수 없음을 밝혔습니다. 그 기업으로부터 더 이상 소식이 없었으며 몇 달 후에 당사자가 Texas의 은행을

“최근 PE sponsor들은 대주가 차주 경영진과 대화를 하지 못하게 하는 경우도 있습니다. 당사는 이런 거래는 ‘access-lite’ 거래라고 부릅니다. 차주들에게는 좋은 일이지만 대주에게는 그렇지 않습니다.”

“상황이 나빠져서 더 이상은 악화될 수 없다고 생각될 때 더 기이한 일이 일어납니다.”

대상으로 사기 건을 진행한 혐의로 체포되었다고 FBI의 전화를 받았습니다.

Q 규제 변화를 우려합니까?

업종의 규제 변화는 위기 보다는 주로 기회를 창출합니다. 은행 규제 변화로 35년 미국 은행 시스템의 대규모 합병이 일어나면서 구조적인 기회를 창출했고 이러한 기조는 향후 긴 시간 동안 바뀔 가능성은 적다고 생각합니다. 이 기간 미국 11,000개 소규모 은행 중 약 10,000개가 사라졌습니다. 금융위기 이후 작은 은행들이 급격히 안 좋아졌고 현재는 사라졌습니다. 온라인 대출이 증가했지만 당사가 취급하는 대출 규모 차주들은 이런 규모 대출을 온라인에서 받을 수 없으며 더 중요하게는 온라인에서 대출 받은 것을 원하지 않아합니다. 이는 covenant 위반 혹은 파산 등의 이벤트 발생시 당사와 같은 수십 년의 워크아웃 경험이 있는 대주와 협상을 통하여 일을 해결하는 것이 더 쉽기 때문입니다.

Q 이자율 변동에 대해서 어떻게 생각하십니까?

당사의 론들은 보통 변동금리부이며 LIBOR floor가 있습니다. 이자율이 내려가면 floor로 보호를 받습니다. 이자율이 올라가는 경우 당사의 차주들은 평균 3x 레버리지를 사용하고 있기 때문에 추가된 이자 비용을 지불하는데 큰 무리가 없습니다. 반면 PE 혹은 broadly syndicated levered loan 시장의 차주들은 더 높은 수준의 레버리지를 쓰기 때문에 이자율이 현격하게 상승하면 부담이 커집니다.

Q 또 어떤 것을 걱정해야 할까요?

당사에서 우려하는 사항 중에서는 기술 및 붕괴 위험이 있습니다. 당사는 붕괴가 가까워 보이는 업종들은 피하고 우호적인 기술 트렌드의 이익을 받는 비즈니스들을 선호합니다. 당사의 차주인 NHL 팀을 예로 들면, 생방송 스포츠 분야는 향후 사람들이 광고를 기다리면서 시청할 몇 안 되는 방송이라고 판단되어 스포츠 팀에 대한 가치평가가 계속 오르고 있습니다. 또한 공항 론 관련 여행자들이 보안 검사 때문에 공항에서 보내는 시간이 길어지는 추세이기 때문에 공항에서의 소비도 증가할 것이라고 예상하고 있습니다. 또한 반대로 가치평가가 절하되어 있거나 인기 없는 업종에서 레버리지 수준이 현격하게 낮고 위험이 재평가되어 있지 않아서 사람들이 안정성을 제대로 평가할 수 없는 경우도 선호하고 있습니다. ■