



## Schwerpunktthema „Private Debt“

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

**BlackRock**

CapitalDynamics  
TRULY INVESTED.



**CAPZA**

**ENGEL & VÖLKERS**  
- ASSET MANAGEMENT -



**FRANKLIN  
TEMPLETON**

**GOLDING Helaba Invest**

*Muzinich & Co*

**NATIXIS**  
INVESTMENT MANAGERS



**Partners Group**  
REALIZING POTENTIAL IN PRIVATE MARKETS

**PIMCO**

**YIELCO**  
Investments

Bitte merken Sie sich den folgenden Termin vor!

Donnerstag, 30. September 2021 – virtuell  
BAI InnovationsDay

## Inhalt

- 3** Leitartikel  
Frank Dornseifer, BAI e.V.
- 6** Mitgliederneuvorstellungen
- 8** Statements der Bundesparteien im Vorfeld der Bundestagswahl 2021 zu Finanzmarktthemen  
BAI e.V.
- 19** Ein guter Match – ESG und Private Debt  
Harald Klug und Theo Weber, BlackRock
- 24** COVID-19 Has Further Highlighted the Value Proposition of Lower Middle Market Lending  
Jens Ernberg and Thomas Hall, both Capital Dynamics
- 27** Vorteile von Private Debt gegenüber liquiden High Yield-Strategien  
Bertram Schütz, CAPZA
- 29** Real Estate Debt: Attraktives Investment und maßgeschneiderte Finanzierungslösung zugleich  
Jörg Scheidler, Engel & Völkers Capital AG
- 31** Middle Market Direct Lending  
Vorteile der Umsetzung von ‚Sponsored‘ und ‚Non-Sponsored‘ Transaktionen  
Stefan Bauer, Franklin Templeton
- 34** Anspruchsvolle Partner - Co-Investments mit Private Debt-Fonds  
Abhik Das, Golding Capital Partners
- 38** Direct Lending – Parameter einer attraktiven Anlageklasse  
Anja Katharina Jegen, Helaba Invest
- 45** Accessing Opportunities in Asia Pacific Private Debt  
Andrew Tan, Muzinich
- 48** Mit Private Debt Nachhaltigkeit vorantreiben  
Nicole Downer, MV Credit
- 50** Attraktivität von Direct Lending im aktuellen Marktumfeld  
Alexander Ott, Partners Group
- 54** Gewerbeimmobilien: Der Markt für Büroflächen nach der Pandemie  
John Murray, PIMCO, Francois Trausch, Allianz Real Estate, Megan Walters, Allianz Real Estate, Michael Chandra, PIMCO
- 59** Specialty Lending: Empirische Untersuchung zum Rendite-/Risikoprofil  
Börge Grauel und Konstantin Schuster, YIELCO Investments AG
- 64** Veranstaltungshinweise
- 74** Buchvorstellungen

**Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,**

## **Private Debt – nach der Krise, vor der Regulierung**

Sie kennen die einmütigen Aussagen institutioneller Investoren in Bezug auf Erfahrung mit und weitere Investitionsabsichten bei der Assetklasse Private Debt, nicht zuletzt auch im Investor Survey 2020. In beiderlei Hinsicht heißt es immer wieder „Daumen hoch“! Die Erwartungen wurden erfüllt und zudem ist ein – zum Teil signifikanter – Ausbau der Allokation geplant. Und dazu passt es doch wunderbar, dass gerade erst in der letzten Woche der Datenanbieter PDI zudem einen Höchststand an Private-Debt-Transaktionen vermeldet, und zwar in Deutschland!

Die sogenannten kapitalmarktbasierenden Finanzierungen außerhalb des Bankensektors, zu denen bekanntlich auch Private Debt zählt, gehören mittlerweile in ganz Europa, aber natürlich auch in Deutschland, zu den maßgeblichen Finanzierungsbausteinen auf den europäischen Kapitalmärkten. Der Durchbruch ist also da und Kreditfonds spielen eine immer wichtigere Rolle in der Realwirtschaft, insbesondere bei der Wachstumsfinanzierung von kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU), also grade dort, wo die Kreditvergabe traditioneller Banken erheblich zurückgegangen ist. Unser Partnerverband ACC beziffert hier eine Finanzierungslücke von rund 400 Mrd. EUR für KMU in der EU, die nunmehr die Private-Debt-Branche zu schließen versucht. Dieser Gap dürfte sich infolge der Corona-Pandemie sogar weiter vergrößert haben. Nicht ohne Grund betont auch die EU-Kommission – z.B. im Rahmen der Kapitalmarktunion – immer wieder, wie wichtig gerade jetzt die kapitalmarktbasierenden Finanzierungen sind.

Obwohl 2020 ein schwieriges Jahr war, hat die Private-Debt-Branche mittelständischen Unternehmen in der EU nach Schätzungen des ACC rund 50 Mrd. EUR an neuen Finanzmitteln und damit mehr als 1.000 mittelständischen Unternehmen während der Pandemie neue und in vielen Fällen äußerst wichtige Liquidität zur Verfügung gestellt. Mit anderen Worten: Kreditfonds haben sich als verlässliche und langfristige Kooperations- und Finanzierungspartner bewährt. Korrespondierend ist die Bereitschaft bei KMUs gestiegen, eben diese Finanzierungsform in Anspruch zu nehmen. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang, dass es wohl auch keine nennenswerten Ausfälle einzelner Unternehmen oder der gesamten Branche – sei es in Bezug auf Kreditnehmer, Investoren oder das Finanzsystem insgesamt – gegeben hat. Mit anderen Worten: Private Debt hat den Lackmus-Test bestanden!

Die grenzüberschreitende Kreditvergabe, aber ebenfalls die grenzüberschreitende Vermarktung von Kreditfonds funktioniert in der EU. Auch hier sprechen die jüngst veröffentlichten Zahlen von PDI oder Preqin natürlich eine klare Sprache. Dennoch, oder vielleicht genau deswegen, gibt es mittlerweile auf nationaler Ebene, von der europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA und von der EU-Kommission deutliche Vorstöße, die Aktivitäten von Kreditfonds auf EU-Ebene zu regulieren und zu harmonisieren. Ausgangspunkt dafür soll der anstehende Review der AIFM-Richtlinie sein.

Die AIFM-Richtlinie bildet bekanntlich den Rechtsrahmen für alle Manager von alternativen Investmentfonds, also auch von Kreditfonds. Und dieser Rahmen funktioniert. Es stellt sich also die Frage, welche zusätzlichen strukturellen Maßnahmen erforderlich erscheinen, die nicht bereits bestehen, bzw. in welchen Bereichen es aus Sicht von Politik und Aufsicht derzeit strukturell Schwächen gibt. Wie gesagt, die Private-Debt-Branche hat bislang auch die Corona-Pandemie gut gemeistert und Investoren halten den Managern – aus gutem Grund – weiterhin die Treue.

Gemeinsam mit anderen europäischen Verbänden haben wir uns wiederholt deutlich auf der europäischen Ebene positioniert, dass eben AIFMD und nationales Kreditfondsregime auch aus aufsichtsrechtlicher und Finanzstabilitätssicht mehr als angemessen sind und die Erfolgsstory Private Debt nicht torpediert werden sollte. Wir glauben auch nicht, dass eine weitere Harmonisierung des Rahmens für die Kreditvergabe durch Fonds auf EU-Ebene derzeit produktiv sein könnte. Denn die Erfahrungen mit den Arbeiten und Diskussionen zur Richtlinie über Kreditvermittler zeigen, dass die beabsichtigten Vorteile einer Harmonisierung zur Förderung des Marktwachstums wahrscheinlich nicht zum Tragen kommen werden, da viele Aspekte der Kreditvergabe weiterhin den Vorschriften des Aufnahmemitgliedstaats unterliegen könnten. In Deutschland wurden zudem sinnvolle Regelungen zur Vergabe von Krediten durch Fonds auf Gesetzesebene sodann durch konkretisierende Vorgaben der Aufsicht in Form der KaMARisk, die viel zu stark an dem Regelwerk für Banken ausgerichtet sind, so verzerrt, dass im Ergebnis fast keine Kreditfonds in Deutschland aufgelegt wurden. Die deutsche Regulierung ist also nicht wettbewerbsfähig, und zwar aufgrund der



*Frank Dornseifer,  
BAI e.V.*

weiteren BaFin-Vorschriften. Was soll da dann eine EU-weite Harmonisierung bringen? Soll z.B. eine deutsche Regulierung, die eben am Markt vorbei reguliert, am Ende ggf. noch die Benchmark darstellen? Wir hoffen jedenfalls nicht!

Mit anderen europäischen Verbänden haben wir daher klar zum Ausdruck gebracht, dass wir sehr besorgt sind, dass die Einführung zusätzlicher EU-Rechtsvorschriften in Ermangelung eindeutiger Beweise für ein Marktversagen oder neu auftretender Risiken zumindest die Unsicherheit der institutionellen Anleger, die gerade jetzt auf diese Assetklasse setzen, erhöhen und die Allokation des dringend benötigten Kapitals in einer Zeit wirtschaftlicher Schwäche eher ausbremsen als fördern. Es ist auch nicht von der Hand zu weisen, dass überschießende regulatorische Eingriffe zu einer dauerhaften Beeinträchtigung der Fähigkeit der Private-Debt-Branche führen, Finanzmittel bereitzustellen, was durchaus Unternehmensinsolvenzen, Wachstums- und Arbeitsplatzverluste zur Folge haben könnte. Es ist also Vorsicht geboten!

Die Reife, die Private Debt mittlerweile erlangt hat, ist beeindruckend. Es werden nicht nur alle Kapitalstrukturen abgedeckt, Investoren wählen mittlerweile alternative Zugangswege wie Co-Investments oder Secondaries auch in diesem Bereich. Dies sind sehr positive Signale, die hoffentlich auch das Bundesfinanzministerium und natürlich auch die EU-Kommission zur Kenntnis nehmen.

Mit diesem Newsletter wollen wir daher – wieder einmal und aus gegebenem Anlass – das Thema Private Debt ganzheitlich beleuchten und Ihnen eine Reihe von guten und versierten Fachbeiträgen vorstellen.

## BAI Investor Survey

Nachdem eingangs schon der Investor Survey 2020 erwähnt wurde, darf ich an dieser Stelle lediglich kurz darüber informieren, dass wir schon bald den Investor Survey 2021 an unser großes Investorennetzwerk versenden werden. Natürlich wollen wir an den Erfolg des letzten Jahres nicht nur anknüpfen, sondern diesen auch übertreffen. Jetzt sind deshalb die Investoren gefragt, auf die zum Teil auch modifizierten und erweiterten Fragen zu antworten und so allen Beteiligten wichtige und hoffentlich neue Einblicke zu gewähren, die natürlich auch für die Ausrichtung unserer Verbandsarbeit extrem wichtig sind. Um die Ergebnisse stärker zu verproben, starten wir zudem flankierend eine Mitgliederbefragung und sind sehr gespannt, wo und in welchem Umfang Investoren und Asset Manager übereinstimmen, oder eben nicht!

## BAI InnovationsDay

In der letzten Woche haben Sie ja schon das Programm des BAI InnovationsDay erhalten, dennoch möchte ich diesen hier noch einmal erwähnen und Sie einladen, an diesem spannenden neuen Format teilzunehmen. Denn bekanntlich treibt nicht nur die Sustainable Finance Initiative unsere Branche „nachhaltig“ oder „fundamental“ um; das gleich gilt für Technologiethemen wie den Einsatz der Blockchain-Technologie oder auch der Einsatz von Künstlicher Intelligenz. Und genau damit befassen wir uns auf dem BAI InnovationsDay am Donnerstag, 30. September, den wir gemeinsam mit Mitgliedsunternehmen und zahlreichen Tech-Unternehmen und Start-Ups gestalten.

Also seien Sie dabei, wenn wir technologische Entwicklungen in der Asset-Management-Branche, mit dem primären Fokus auf Digitalisierung und Distributed-Ledger-Technologie, aber auch auf Künstliche Intelligenz und deren Einsatzmöglichkeiten entlang der Wertschöpfungskette, vorstellen. Neben der Technik ist nunmehr auch die flankierende Regulierung auf nationaler und europäischer Ebene, die unsere Branche nunmehr maßgeblich verändern wird.

Das Event ist in drei Blöcke aufgeteilt:

- Den Block DLT - Technologie & Regulierung, mit zwei Diskussionsrunden zu DLT und Abbildung von Fonds und Assets in Blockchain-Infrastrukturen und kurzen Vorträgen u.a. zu Chancen und Risiken von DeFi. Weiterhin stellt unser Kooperationspartner Frankfurt School Blockchain Center die Studie zu Kryptofonds vor.
- Im Block Big Data Artificial Intelligence (BDAl) finden Vorträge zur Anwendung von Künstlicher Intelligenz im Asset-Management-Bereich sowie zum Einsatz von Algorithmen in Entscheidungsprozessen statt. Darüber hinaus ist ein Panel zu Künstlicher Intelligenz geplant.
- Im dritten Block finden Use Cases verschiedener Unternehmen statt, u.a. zu „Funds On Chain - Innovative Asset Management Lösung nach eWpG“, „Kryptoregisterführung: Ein Motor der Tokenisierung“ und „The global secondary marketplace for digital assets“.

Also schauen Sie doch auch einmal auf die Agenda: <https://www.bvai.de/veranstaltungen/bai-innovationsday-2021/programm>

## **BAI Trainee Programm**

Und apropos Innovationen, gleiches gibt es im Bereich Personalentwicklung für die AI-Branche zu vermelden. Auch hier wurden unsere Mitglieder bereits gesondert über eine innovative BAI-Idee informiert, und zwar über die Errichtung eines BAI Trainee-Programms. Wir möchten zukünftig die Rekrutierung neuer qualifizierter Mitarbeiter im Verband selbst, aber auch für Mitgliedsunternehmen, durch ein eigenes Traineeprogramm vorantreiben, in dem wir Absolventen bzw. jungen Berufseinsteigern die Möglichkeit eröffnen, sowohl in der BAI-Geschäftsstelle als auch bei Mitgliedsunternehmen unterschiedliche Bereiche und Tätigkeitsfelder in der AI-Branche kennen zu lernen und erste profunde Erfahrungen zu sammeln. Das Traineeprogramm richtet sich in erster Linie an Bewerber mit einem wirtschafts-, naturwissenschaftlichen oder juristischen Studienabschluss (Master) und ist auf die Dauer von insgesamt 18 Monaten angelegt, wobei zwei Stationen mit einer Dauer von jeweils vier bis fünf Monaten bei Mitgliedsunternehmen absolviert werden sollen.

In kürzester Zeit gab es bereits sehr positive Feedback und Unterstützung aus dem Mitgliederkreis. Insofern werden wir schon in den nächsten Wochen die erste Stellenausschreibung für das Trainee-Programm lancieren. Falls Sie sich noch nicht mit dem Trainee-Programm befasst haben, machen Sie das gerne zeitnah und melden sich bei uns in der Geschäftsstelle. Wir freuen uns über jedes Mitglied, welches uns auch hier unterstützt.

## **Zu den Beiträgen in diesem Newsletter**

Wieder einmal ist es uns gelungen, viele Mitglieds- und Branchenunternehmen für diesen Newsletter zu gewinnen, die hochkarätige Fachbeiträge rund um das Thema Private Debt beisteuern. Diesen darf ich an dieser Stelle ausdrücklich dafür danken, ebenso den Unternehmen, die lesenswerte Publikation zum Thema für unseren Themenschwerpunkt auf der Homepage zugeliefert haben.

Mit Blick auf die anstehende Bundestagswahl haben wir dann auch die Parteien mit Aussicht auf Regierungsbeteiligung gebeten, uns einige zentrale Fragen zu deren Wahl- bzw. Regierungsprogramm in Bezug auf die institutionelle Kapitalanlage, zur weiteren Fonds- und Finanzmarktregulierung, zum Finanzplatz Deutschland, zur Digitalisierung und natürlich zum Thema Sustainable Finance zu beantworten. Wir hoffen, Ihnen damit einen Überblick und eine Orientierung zu den Positionen der Parteien geben zu können.

Ich wünsche Ihnen hierbei eine informative und unterhaltsame Lektüre.

Frank Dornseifer

Seit Beginn des Jahres haben wir bereits 19 neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns sehr, nun auch

- Alcentra Limited
- HarbourVest Partners (U.K.) Limited
- Mainstay Human Capital Advisors GmbH
- MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH

begrüßen zu dürfen.

Eine Übersicht über alle 245 BAI Mitglieder finden Sie [hier](#).



## Alcentra Limited

Founded in 2002, Alcentra is one of the largest and longest tenured European headquartered credit and private debt managers. We are the dynamic credit partner of choice, with over \$42bn of AUM spanning a global expertise in Senior Secured Loans, High Yield Bonds, Private Credit (Direct Lending), Structured Credit, Special Situations and Multi-Strategy Credit. Furthermore, we are backed by the strength, scale and proven financial stewardship of BNY Mellon with \$2.3tn AUM and \$45tn of assets under custody.

Our core values are to provide collaborative, creative and committed solutions for our investors. We are solution providers not product driven. Testament to this is our strong support of German investors, building accretive yielding portfolios which satisfy their unique credit quality and regulatory reporting requirements. We manage over \$1.6bn of AUM on behalf of investors within the DACH region.

Across all our investment strategies we employ a disciplined, value-orientated approach, overlaid with ESG assessment when evaluating individual investments and constructing portfolios. We have a highly experienced investment team of over 80 professionals based in London, New York and Boston providing in depth on ground coverage of the global credit universe.



## HarbourVest Partners (U.K.) Limited

HarbourVest is an independent, global private markets investment specialist with over 35 years of experience and more than \$76 billion in assets under management across Asia, Europe, and the Americas. The Firm's global platform offers clients investment opportunities in private equity, private credit, real assets and infrastructure through primary fund investments, secondary investments, and direct co-investments, in commingled funds or separately managed accounts. HarbourVest has committed over \$46 billion to newly-formed funds, and invested over \$21 billion directly in operating companies.

HarbourVest has been active in the German market for over 30 years, investing in the country and managing significant capital for investors such as pension funds, insurance companies, and family offices through fund and separately managed account solutions. It's office in Frankfurt gives German clients seamless access to private equity, private credit, real assets and infrastructure investments.



## Mainstay Human Capital Advisors GmbH

Mainstay ist eine inhabergeführte, auf Private Markets und Alternative Investments spezialisierte Personalberatung.

Die in Deutschland ansässige Gesellschaft agiert international und zeichnet sich durch Executive Search und Human Capital Advisory in den Bereichen Private Equity, Private Debt, Infrastruktur, Venture Capital und Engaged Listed Equity aus. Darüber hinaus unterstützt sie Private Equity und Venture Capital Portfoliounternehmen in ihren Wertschöpfungsprozessen.

Der besondere Fokus auf Technologie, ESG und Diversity zeichnet unsere Arbeit ebenso aus wie maßgeschneiderte Lösungen, die auf Kreativität, Authentizität und einem exzellenten Marktverständnis beruhen.

Im Marktvergleich einzigartig ist Mainstays Zugang zu Netzwerken, die sich über die komplette Breite der Alternative Investments erstrecken. Wir kombinieren regionale Expertise mit exzellenten Kontakten in aller Welt, die einen 360°-Marktzugang garantieren.

**MEAG**

A Munich Re company

## MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH

MEAG fokussiert sich auf das werthaltige Management liquider und illiquider Strategien (wie Immobilien, Infrastruktur und Forst), auch im Rahmen maßgeschneiderter Lösungen. Über 130 Investmentprofis verwalten ein Anlagevermögen von EUR 328 Mrd.(03/21), davon rund EUR 65 Mrd. für private und institutionelle Investoren außerhalb des Konzerns. Unsere einzigartige, globale Investmentkompetenz basiert auf langjähriger Expertise im Risikomanagement und profundem Verständnis der Anforderungen unserer Kunden. Dies macht uns zu Ihrem idealen Partner, Seite an Seite mit Munich Re.

### CDU/CSU



**Antje Tillmann**

*Finanzpolitische Sprecherin der CDU/CSU-Bundestagsfraktion*

### Freien Demokraten (FDP)



**Dr. Florian Toncar**

*Finanzpolitischer Sprecher der Fraktion der Freien Demokraten (FDP)*

### Bündnis 90/Die Grünen



**Lisa Paus**

*Sprecherin für Finanzpolitik der Fraktion Bündnis 90/Die Grünen*

### Die Linke



**Jörg Cezanne**

*Mitglied im Finanzausschuss, Die Linke*

### SPD



**SPD-Bundestagsfraktion**

---

\* Die Fragen stellte Frank Dornseifer, BAI e.V.

**1. Die amtierende Bundesregierung möchte Deutschland „zu einem führenden Sustainable Finance-Standort“ ausbauen. Welchen Stellenwert hat diese Zielsetzung in Ihrem Wahlprogramm und mit welchen Maßnahmen wollen Sie hier Deutschland in eine führende Position bringen?**

## **Antje Tillmann, CDU:**

Wir wollen Deutschland zum führenden Finanzstandort, insbesondere für nachhaltige Produkte, ausbauen. Die Ziele der Vereinten Nationen für eine nachhaltige Entwicklung der Agenda 2030 sind Leitbild für unser Handeln. Deshalb begrüßen wir den Trend hin zu mehr Nachfrage nach nachhaltigen Anlageprodukten und die Tatsache, dass viele Finanzdienstleister entsprechende Produkte entwickelt haben und den Anlegern anbieten.

Damit Europas Wirtschaft gestärkt aus der Corona-Krise kommt, muss die **Finanzmarktregulierung** aus unserer Sicht auch weiterhin allein am ökonomischen Risiko orientiert sein und ihre politische Kontrolle gewährleistet bleiben, um Fehlallokationen zu vermeiden. Gleichzeitig werden wir prüfen, inwieweit Rücklagen des Bundes und der Sozialversicherungen verstärkt in nachhaltige Finanzprodukte angelegt werden können. Die KfW baut bereits ein globales Green-Bond-Portfolio auf. Dabei wollen wir sie weiter unterstützen. Zudem ist es wichtig, dass auch die Unternehmen, an denen der Bund beteiligt ist, die Nachhaltigkeitsziele berücksichtigen. Dafür wurden die „Grundsätze guter Unternehmens- und aktiver Beteiligungsführung im Bereich des Bundes“ in der laufenden Legislaturperiode angepasst. Darin wird „eine nachhaltige Unternehmensführung“, wie sie in der deutschen Nachhaltigkeitsstrategie und den Sustainable Development Goals (SDGs) formuliert sind, zum Grundsatz erklärt. Zudem sind Unternehmen gehalten, sich am Deutschen Nachhaltigkeitskodex zu orientieren.

Auch steuerliche Maßnahmen können im Sinne des Klimaschutzes und zur Förderung des Wirtschaftswachstums eingesetzt werden. Aus unserer Sicht stellen ein CO<sub>2</sub>-Preis und entsprechende Steuerreformen eine gute Möglichkeit dar, Wirtschaftswachstum und Resilienz zu fördern und zu einem gerechteren Übergang beizutragen.

## **Lisa Paus, Bündnis 90/Die Grünen:**

Im Kampf gegen die Klimakrise und beim sozial-ökologischen Umbau unserer Wirtschaft spielt das Finanzsystem eine bedeutende Rolle. Noch immer werden Milliarden in fossile Energien und Geschäftsmodelle, die auf der Zerstörung der Ökosysteme und der Verletzung der Menschenrechte aufbauen, investiert. Wir werden durchsetzen, dass sich die öffentliche Hand vollständig aus diesen Investitionen zurückzieht, wenn keine Schritte für eine nachhaltige Transformation der dahinterstehenden Unternehmen eingeleitet werden. Klima- und Umweltrisiken sollen offengelegt und bei Banken und Versicherungen mit Eigenkapital unterlegt werden sowie bei Ratings berücksichtigt werden. Alle Anlagen müssen Nachhaltigkeitsbewertungen haben. Dafür braucht die BaFin eine robuste ESG-Aufsichtskompetenz. Auch brauchen wir eine einheitliche Zertifizierung nachhaltiger Finanzprodukte auf europäischer Ebene. So sorgen wir dafür, dass Kapital von schmutzigen in grüne und nachhaltige Investitionen umgelenkt wird.

## **SPD-Bundestagsfraktion:**

Das Finanzsystem spielt eine Schlüsselrolle, um eine nachhaltige Transformation der Wirtschaft in Einklang mit den Pariser Klimazielen zu erreichen. Kapitalströme müssen von fossilen Energieträgern in Zukunftsinvestitionen umgeleitet werden. Nur so sichern wir heute das wirtschaftliche Fundament für das Wohlergehen von künftigen Generationen.

Finanzmarktakteure müssen Nachhaltigkeit und Klimaschutz bei ihren Entscheidungen mehr berücksichtigen. Die erforderlichen Schritte haben wir in der Sustainable Finance-Strategie der Bundesregierung als Deutschlands Weg zu einem nachhaltigen Finanzsystem zusammengefasst. Und Ziel ist, dass der Staat einen verlässlichen Regulierungsrahmen bietet und gleichzeitig als Vorbild auf dem Finanzmarkt handelt.

### **Dr. Florian Toncar, Freien Demokraten (FDP):**

Wir wollen den Finanzplatz Deutschland stärken und haben dafür im Bundestag in den letzten vier Jahren gekämpft. Die Bundesregierung hat nicht nur im Zuge des Brexit, sondern auch beim Wirecard-Skandal viele Chancen verpasst, Frankfurt und Stuttgart gegenüber London, Paris oder auch New York wettbewerbsfähiger zu machen. Nach der Wahl wird es darauf ankommen, hier endlich wieder Fortschritte zu erzielen. Gerade im Bereich Sustainable Finance liegt großes Wachstumspotenzial, welches wir heben wollen. Dabei wollen wir aber nicht einseitig einzelne Sektoren bevorzugen, sondern insgesamt ein investitions- und kapitalmarktfreundliches Umfeld schaffen.

### **Jörg Cezanne, Die Linke:**

Der „Sustainable Finance“-Ansatz trifft sich dort mit unseren Forderungen, wo er auf klare verbindliche Vorgaben für die Finanzmärkte zur Erreichung der Klimaziele zielt. Allerdings kann Sustainable Finance im besten Fall als flankierende Maßnahme wirken. Für eine Nachhaltigkeitswende in der Wirtschaft braucht es aus unserer Sicht zuvorderst öffentliche Investitionen sowie klare gesetzliche Regelungen, die auf einen Politikwechsel in der Realwirtschaft abzielen (z.B. das EEG). Insgesamt verfolgt DIE LINKE mit dem Finanz-TÜV – der vorbehaltlichen Zulassungsprüfung für Finanzinstrumente – ein anderes [Konzept \(PDF\)](#): Finanzmärkte und das Volumen von komplexen Finanzinstrumenten müssen deutlich geschrumpft und der Finanzsektor auf eine dienende Funktion für Gesellschaft und Realwirtschaft zurückgefahren werden. Das ist wichtiger als die heutige Vielzahl der Finanzinstrumente ökologisch nachhaltiger zu organisieren.

**2. Mit dem kürzlich verabschiedeten FoStoG und eWpG soll Deutschland als Fondsstandort gestärkt und der Finanzplatz insgesamt digitaler und somit attraktiver und zukunftsfähig gemacht werden. Trotzdem gehen die Gesetze aus Sicht vieler Marktteilnehmer in einigen Punkten noch nicht weit genug, um als wirklich großer Wurf zu gelten. Wo wollen Sie in der nächsten Legislaturperiode die Impulse für die Asset Management bzw. Fondsbranche setzen?**

## **Antje Tillmann, CDU:**

Im Rahmen der Beratung des eWpG wurde intensiv über die Einführung von elektronischen Anteilscheinen (Kryptofondsanteile) diskutiert. Hier waren die Vorbereitungen bei der Bundesregierung jedoch noch nicht so weit fortgeschritten, dass bereits mit dem eWpG Kryptofondsanteile eingeführt werden konnten. Um eine kurzfristige Öffnung des Gesetzes für Kryptofondsanteile dennoch zu ermöglichen, wurde eine Verordnungsermächtigung für die Bundesregierung aufgenommen und im Bericht des Finanzausschusses (BT-Drs. 19/29372) die klare Erwartung formuliert, dass die Bundesregierung innerhalb der nächsten sechs Monate nach Abschluss des eWpG ihre Prüfungen abschließen und von der entsprechenden Verordnungsermächtigung im neu eingeführten § 95 Abs. 5 KAGB Gebrauch macht.

Ähnlich verhält es sich beim Fondsstandortgesetz. Um die Attraktivität Deutschlands als Fondsstandort zu verbessern, haben wir der Umsatzsteuerbefreiung für Managementleistungen bei sog. Wagniskapitalfonds zugestimmt. Im Gesetz ist nicht definiert, was darunter zu verstehen ist. Hierzu ist vereinbart, dass das BMF ein entsprechendes Schreiben vorlegt, welches den Umfang der Steuerbefreiung bei Wagniskapitalfonds konkretisiert. Wir werden dabei darauf achten, nicht hinter den Umfang der Steuerbefreiung unserer europäischen Nachbarn zurückzufallen.

## **Lisa Paus, Bündnis 90/Die Grünen:**

Deutschland kann bei Deregulierung und Steuerwettbewerb mit kleinen Staaten nicht mithalten. Wir müssen unseren Fondsstandort mit anderen Attributen attraktiv machen: Integrität, Krisenfestigkeit und ein hohes Schutzniveau für Anleger sind vielmehr die Markenzeichen, die wir für den Fondsstandort Deutschland weiter ausbauen müssen, um vorne mitzuspielen. Auch mit einer neu aufgestellten, effizienteren und digitaleren Finanzaufsicht stärken wir die Integrität des deutschen Finanzplatzes und so auch die Attraktivität für Fondsbranche und Assetmanager. Auch wollen wir Deutschland und die EU zum Leitmarkt für Sustainable Finance machen. Mit einem klaren Verständnis darüber, was nachhaltig ist, verhindern wir Greenwashing. Nachhaltige Finanzprodukte machen wir durch klare Labels für Anleger leicht zugänglich. Werden Deutschland und Europa zum internationalen Standardsetzer, können sich hieraus viele Chancen für die Geschäfte der ansässigen Fonds- und Assetmanagementbranche ergeben.

## **SPD-Bundestagsfraktion:**

In dieser Legislaturperiode haben wir mit dem Fondsstandortgesetz und dem Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren die Wettbewerbsfähigkeit des Fondsstandorts Deutschland gestärkt und den Finanzplatz Deutschland fit für die Zukunft gemacht. In der kommenden Legislaturperiode werden wir die Auswirkungen der Regelungen prüfen. Sollte sich dabei Handlungsbedarf ergeben, werden wir die Regelungen weiterentwickeln.

### **Dr. Florian Toncar, Freien Demokraten (FDP):**

Wir werden an verschiedenen Stellen ansetzen, um für die Fondsbranche Impulse zu schaffen. Zu nennen ist hier zum einen eine handlungsfähige und schlagkräftige Aufsicht, die Vertrauen auf dem Markt schafft. Die Fondsbranche leidet aber auch unter an vielen Stellen überschießender europäischer Regulierung. Die Prospektverordnung ist nur ein Beispiel von vielen. In den letzten Jahren wurden die Regelungen stets nur immer dichter. Wir wollen uns dafür einsetzen, dieses Problem an der Wurzel zu packen und auf europäischer Ebene eine Evaluierung anstoßen, um eine zeitgemäße Regulierung zu schaffen. Ein Level Playing Field und gleichzeitig Raum zur Entfaltung für Fintechs schaffen Wettbewerb und Fortschritt. Bei der Umsetzung europäischer Vorgaben gilt es, diese so praxisnah wie möglich zu gestalten, und auf Goldplating zu verzichten. Das betrifft beispielsweise die Sustainable-Finance-Taxonomie.

### **Jörg Cezanne, Die Linke:**

Die internationalen Finanzkrisen der vergangenen Jahrzehnte wie auch spektakuläre Zusammenbrüche einzelner Finanzdienstleister (z.B. der jüngste Bilanzskandal Wirecard) zeigen eindrücklich, dass von den Akteuren des Finanzsektors und den von ihnen auf den Finanzmärkten gehandelten Finanzinstrumenten gravierende systemische und einzelwirtschaftliche Risiken ausgehen. Im Einzelfall werden „nur“ Anleger\*innen oder Kund\*innen um Milliardenbeträge geschädigt und betrogen, im systemischen Fall können Finanzsektor-Krisen sogar ganze Staaten und Sozialwesen in den Ruin stürzen. Das FoStoG, bei dem sich an anbieterfreundlichen und Steuerniedrig-Regelungen eines Leitbildes wie Luxemburg orientiert wird, ist fragwürdig und wird keinen breiten wirtschaftlichen Nutzen bringen. Für DIE LINKE ist das keine Option – wir wollen mehr Stabilität und einen stärkeren Anlegerschutz schaffen. Hierzu muss die Kontrolle und unmittelbare Aufsicht über den Finanzsektor wesentlich verschärft und um digitale Geschäftsmodelle im Finanzmarkt erweitert werden. Zudem sind die personellen Kapazitäten der Aufsicht aufzustocken sowie der Finanz-TÜV und ein laufendes materielles Prüfungsrecht bei der BaFin zu errichten.

**3. Bei der Digitalisierung droht Deutschland ins Hintertreffen zu geraten und die Übermacht (amerikanischer) Technologieriesen scheint allgegenwärtig zu sein. Gerade die Digitalisierung ist aber eines der Wachstumsfelder schlechthin, auch für die Finanzbranche. Mit welchen Maßnahmen und Initiativen werden Sie den technologischen Wandel in der Finanzbranche vorantreiben und wann kommt die elektronische Aktie?**

## Antje Tillmann, CDU:

Mit zunehmender Bedeutung der globalen Technologieriesen für die Gesellschaft wächst auch ihre Verantwortung. Deshalb haben wir in der auslaufenden Legislaturperiode mehrere Maßnahmen beschlossen, die die Technologieriesen rechtlich verpflichten, dieser Verantwortung gerecht zu werden. Ganz allgemein wollen wir, dass alle Unternehmen sich angemessen an den Kosten der Gemeinschaft durch Steuern beteiligen.

### Gerechte Umsatzbesteuerung

Mit dem Gesetz zur Vermeidung von **Umsatzsteuerausfällen** beim Handel mit Waren im Internet („Jahressteuergesetz 2018“) haben wir die Umsatzsteuerhaftung für Marktbetreiber eingeführt. Betreiber von elektronischen Marktplätzen werden verpflichtet, Angaben von Nutzern, für deren Umsätze in Deutschland eine Steuerpflicht in Betracht kommt, aufzuzeichnen und ggf. für nicht entrichtete Steuern eines Händlers zu haften. Mit dem Jahressteuergesetz 2020 haben wir die zweite Stufe des sog. Mehrwertsteuer-Digitalpakets der EU in deutsches Recht umgesetzt. Zum 1. Juli 2021 sind Änderungen beim Versandhandel an Privatpersonen in Kraft getreten: Bei Warenlieferungen aus Ländern außerhalb der EU über einen elektronischen Marktplatz wird der Marktplatzbetreiber Steuerschuldner für die im Inland für diese Lieferung anfallende Umsatzsteuer, wenn der Händler seinen steuerlichen Pflichten nicht nachkommt.

### Faire Ertragsteuern

Im Rahmen der Unternehmensbesteuerung haben sich im Juli 132 von 139 Staaten bei der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) auf eine seit 2013 diskutierte Reform der Weltsteuerordnung geeinigt. Die Reform besteht aus zwei Säulen:

Säule 1 soll die Steuervermeidungspraktiken von großen Digitalunternehmen verhindern und sieht deshalb eine Umverteilung von Besteuerungsrechten hin zu den Marktstaaten vor. Konkret sollen unter dem sog. Betrag A zukünftig multinationale Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mehr als 20 Mrd. € einen Teil ihrer Übergewinne in Marktstaaten versteuern müssen. Dabei sollen 20-30 % der über einen Routinegewinn von 10 % der Umsatzrendite (Gewinn/ Umsatz) hinausgehenden Gewinne unter den Marktstaaten aufgeteilt werden, in denen diese Unternehmen im Markt tätig sind.

Unter Säule 2 soll ein effektives Mindestbesteuerungsniveau für multinationale Unternehmen eingeführt werden. Dazu sollen Staaten das Recht erhalten, Gewinne von Tochterunternehmen multinationaler Unternehmen mit einem Jahresumsatz von mehr als 750 Mio. € nachzubesteuern, wenn die Gewinne im Ansässigkeitsstaat des Tochterunternehmens nicht effektiv mit mindestens 15 % besteuert wurden. Übt ein Staat sein Nachversteuerungsrecht nicht aus, können andere Staaten in der Beteiligungskette zwischen Konzernspitze und Tochterunternehmen diese Nachversteuerung bis zu 15 % nachholen. Die Regelungen sollen 2023 in Kraft treten.

### Wettbewerb sicherstellen

Sollte sich herausstellen, dass die Marktmacht der globalen Technologieriesen überhand nimmt, haben wir mit der 10. Novelle des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen den Wettbewerbsbehörden geeignete Abwehrmaßnahmen zur Seite gestellt: Damit können sie missbräuchlichem Verhalten von Unternehmen mit überragender, marktübergreifender Bedeutung für den Wettbewerb besser entgegenwirken. Zugleich werden mit spezifischen Datenutzungsregelungen Innovationen befördert und Märkte offengehalten. Zukünftig kann es Plattformunternehmen untersagt werden, auf der Plattform Angebote von Wettbewerbern - etwa bei der Darstellung der Suchergebnisse - schlechter als eigene Angebote zu behandeln.

Die Reform ermöglicht den Wettbewerbsbehörden zudem ein schnelleres und effektiveres Handeln. Da digitale Märkte schnelllebig sind, kann das Bundeskartellamt künftig einfacher sogenannte einstweilige Maßnahmen ergreifen, um den Wettbewerb schon frühzeitig zu schützen.

## Startup-Förderung

Digitalisierungsimpulse für die Finanzbranche kommen häufig von jungen FinTech-Unternehmen. Um das Umfeld für die Gründung technologieorientierter Unternehmen in Deutschland zu verbessern, wollen wir den **Zukunftsfonds** ausweiten sowie Wagniskapital- bzw. Beteiligungsfinanzierungen fördern. Parallel wollen wir die steuerlichen und administrativen Hürden für die Niederlassung großer Venture Capital Fonds in Deutschland abbauen und gleichzeitig die Anlagebedingungen für Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds so verändern, dass sie sich stärker in Wagniskapital- und Beteiligungsfinanzierung engagieren können. Hierbei ist es unser Ziel, dass Beteiligungen an Startups erst dann besteuert werden, wenn aus den Beteiligungen Gewinne erzielt oder die Anteile veräußert werden.

Schließlich wurde im Rahmen der Beratung des eWpG im Bericht des Finanzausschusses die Forderung an die Bundesregierung gerichtet, zu Beginn der nächsten Legislaturperiode Vorschläge für Regelungen zur Einführung von **elektronischen Aktien** zu machen. Wir sehen es als einen wichtigen Schritt für die Digitalisierung des deutschen Finanzstandortes an, wenn neben Anleihen kurzfristig auch Aktien rein elektronisch begeben werden können.

## Lisa Paus, Bündnis 90/Die Grünen:

Wir wollen die Digitalisierung gestalten und dafür sorgen, dass Innovationen in Deutschland und Europa entwickelt und marktfähig werden und wir auch bei Zukunftstechnologien die Spitze beanspruchen. Hierzu unterstützen wir die Initiative der EZB, einen digitalen Euro zu schaffen. Hierauf können Finanz- und Digitalunternehmen neue Produkte und Apps entwickeln. Wir wollen Ausstattung und Qualifikation der BaFin im IT- und Digitalbereich erweitern, damit sie den aufsichtlichen Aufgaben eines digitalen und international vernetzten Finanzplatzes gerecht werden kann. Mit unserem Investitionsprogramm (s. Frage 4) schaffen wir überall die nötige öffentliche digitale Infrastruktur und mit einer degressiven Abschreibung von mindestens 25 % fördern wir gezielt Investitionen u.a. in die digitale Modernisierung der Wirtschaft. Schlussendlich treiben Grüne auf Landesebene die Verbindung der Themen künstliche Intelligenz und Finanzen, z.B. mit dem KI-Zentrum Hessen oder dem Financial Big Data Cluster, voran.

## SPD-Bundestagsfraktion:

Mit dem Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren haben wir das Wertpapierrecht modernisiert und einen rechtssicheren Rahmen für technologische Innovationen im Wertpapierbereich geschaffen. Wir werden auf dieser Grundlage zu Beginn der neuen Legislaturperiode Vorschläge für die Einführung der elektronischen Aktie machen.

## Dr. Florian Toncar, Freien Demokraten (FDP):

Die Konzentration von Marktmacht auf etablierte und große Unternehmen behindert echten Wettbewerb und Innovation. Das schadet insbesondere Verbraucherinnen und Verbrauchern sowie der Zukunftsfähigkeit des Standortes. Die BigTechs sind in vielen Bereichen sehr stark, doch auch europäische, gerade deutsche Start-ups, können sich sehen lassen. Damit sie sich weiterhin behaupten können, wollen wir Gatekeeper-Unternehmen wirksam regulieren, damit sie ihre Marktmacht nicht missbrauchen. Wir haben uns im Bundestag bereits seit langem etwa für Fairplay beim Zugang zu IT-Schnittstellen und damit für fairen Wettbewerb und echten Verbraucherschutz eingesetzt. Dies werden wir weiterhin tun. Auf europäischer Ebene unterstützen wir die Pläne zur Schaffung eines Digital Markets Act, mit dem eine das Kartellrecht ergänzende europäische Regulierung für Gatekeeper-Unternehmen geschaffen werden soll.

Dem eWpG haben wir zugestimmt, und beim Gesetzgebungsprozess zusätzlich noch einen Start-up- und Blockchainfreundlichen Antrag (BT-Drs. 19/26025) eingebracht.

## Jörg Cezanne, Die Linke:

Innovative Finanztechnologieunternehmen (Fintechs) bzw. ihre Plattformen müssen mit ihren Finanzdienstleistungen denselben Regeln und Gesetzen unterworfen sein, wie sie heute für konventionelle Finanzdienstleister (zum Beispiel Banken und Versicherungen) gelten. Ein von der EZB herausgegebener digitaler Euro ist der richtige Schritt, um im Dickicht der neuen Zahlungsinstrumente das Heft nicht aus der Hand zu geben. Geld und Währung müssen Teil staatlicher Souveränität bleiben, eine schleichende Privatisierung lehnen wir ab. Als digitaler Bruder des Bargelds darf der digitale Euro das Bargeld ergänzen, aber nicht ersetzen.

Die Einführung elektronischer Aktien würde angesichts der gesellschaftsrechtlichen Aspekte einige Gesetzesänderungen notwendig machen. Elektronische Aktien – auf Blockchain-Basis – passen nicht in das eWpG und zur Corporate Governance. Sie sind schwer vereinbar mit dem Aktienrecht und allgemeinen Grundsätzen.

## 4. Nach wie vor haben institutionelle und Privatanleger mit dem Niedrigzinsumfeld zu kämpfen. Wie stellen Sie sicher, dass sich Investieren wieder lohnt und Anlegern eine möglichst breite Produktpalette (einschließlich Infrastruktur, Private Equity, Private Debt und Liquid Alternatives) zur Verfügung steht?

### Antje Tillmann, CDU:

Breitere Bevölkerungsschichten dabei zu unterstützen, an den Renditechancen der Märkte teilzuhaben, kann aus unserer Sicht dazu beitragen, Vermögensungleichheit zu verringern. Gerade in Zeiten niedriger Zinsen sind unterschiedliche Anlageformen gefragt, um attraktive Renditen zu erzielen und Vermögen für das Alter aufzubauen. Wir fördern verschiedene Formen: Wir werden den Sparer-Pauschbetrag und die Arbeitnehmersparzulage erhöhen. Wir wollen auch die vermögenswirksamen Leistungen stärken und den Höchstbetrag, den Arbeitnehmer von ihrem Arbeitgeber erhalten können, erhöhen. Gewinne aus vermögenswirksamen Leistungen sollten nach der Mindesthaltefrist steuerfrei sein. Unser Ziel ist auch, die Mitarbeiterkapitalbeteiligung noch weiter zu stärken. Mit dem Fondsstandortgesetz haben wir bereits zum 1. Juli den steuerfreien Höchstbetrag von derzeit 360 € auf 1.440 € jährlich angehoben, also vervierfacht.

Ergänzend zur Ausweitung der Steuerbefreiung haben wir eine davon weitgehend unabhängige Steuerbegünstigung zur weiteren Förderung von **Mitarbeiterkapitalbeteiligungen** insbesondere bei Startup-Unternehmen aufgenommen. Hiermit wird ohne betragsmäßige Begrenzung vermieden, dass bereits im Zeitpunkt der Übertragung der Beteiligung auf einen Mitarbeiter Arbeitslohn zu versteuern ist. Die Besteuerung erfolgt erst bei Veräußerung, spätestens nach zwölf Jahren oder bei einem Arbeitgeberwechsel. Die Sonderregelung vermeidet, dass die Übertragung einer Beteiligung zu steuerpflichtigem Arbeitslohn (Sachbezug) bei den Beschäftigten führt, ohne dass liquide Mittel zugeflossen sind. Die vorläufige Nichtbesteuerung kann im Lohnsteuerabzugsverfahren nur mit Zustimmung der Mitarbeiter angewendet werden. Gefördert werden Mitarbeiter von Kleinunternehmen sowie von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), deren Gründung nicht mehr als zwölf Jahre zurückliegt. Für KMU gelten dabei folgende Schwellenwerte: weniger als 250 Mitarbeiter, Jahresumsatz höchstens 50 Mio. € oder Jahresbilanzsumme höchstens 43 Mio. €.

Neben den Kapitalmärkten ist auch die selbstgenutzte Immobilie ein guter Weg zum Vermögensaufbau. Deshalb werden wir uns in den Koalitionsverhandlungen und gegenüber den Ländern dafür einsetzen, einen Freibetrag von 250.000 € pro Erwachsenen plus 100.000 € pro Kind beim erstmaligen Erwerb selbstgenutzten Wohnraums einzuführen.

### Lisa Paus, Bündnis 90/Die Grünen:

Unter Ökonomen herrscht weitgehend Einigkeit, dass die Notenbanken nicht die Hauptverantwortung für die niedrigen Zinsen tragen. Die Zinsen sinken bereits seit den 1980er Jahren kontinuierlich. Ursache dafür sind u.a. zu niedrige private und öffentliche Investitionen. Wir starten in der nächsten Legislaturperiode eine Investitionsoffensive: In schnelles Internet, überall. In Spitzenforschung. In klimaneutrale Infrastrukturen, in Ladesäulen, die Bahn, emissionsfreie Busse und moderne Stadtentwicklung. Wir wollen, dass Deutschland bei den öffentlichen Investitionen im Vergleich der Industrieländer vom Nachzügler zum Spitzenreiter wird, indem wir im nächsten Jahrzehnt die Investitionen verdoppeln. Dadurch steigt die Nachfrage nach Kapital, die Geldpolitik wird entlastet und die Zinsen können wieder ansteigen. Darüber hinaus schaffen wir mit dem Bürgerfonds einen niedrigschwelligen, einfachen und kostengünstigen Zugang zu einer breit gefächerten Anlage für die Altersvorsorge.

### SPD-Bundestagsfraktion:

Wir brauchen einen leistungsfähigen, sicheren und fairen Finanzmarkt, um den Wandel in eine digitale und nachhaltige Wirtschaft finanzieren zu können. Er muss ordentlich reguliert und überwacht werden. Wir werden sicherstellen, dass den Verbraucher\*innen die Finanzierungsdienstleistungen kostengünstig angeboten werden und Investitionen in nachhaltige, klimafreundliche Produkte und Produktionsverfahren fördern.

### **Dr. Florian Toncar, Freien Demokraten (FDP):**

Das Niedrigzinsumfeld ist eine Folge der laxen Haushaltsdisziplin in Europa in der Vergangenheit. Wir Freie Demokraten setzen auf Stabilität, Eigenverantwortung und klare Regeln, die vor allem auch eingehalten werden. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt muss daher wieder in Kraft gesetzt werden. Wir müssen in Europa zu den Maastricht-Kriterien zurückkehren. Außerdem streben wir eine Reform des Paktes an, indem die Sanktionen für diejenigen Länder verschärft werden, die dauerhaft gegen die Prinzipien der öffentlichen Haushaltsführung verstoßen.

Die Normalisierung des Zinsumfelds ist aber sicherlich ein dickes Brett. Damit sich Investieren auch kurzfristig wieder lohnt, planen wir eine Reihe von Maßnahmen, nämlich die Einführung einer Spekulationsfrist von zwei Jahren für Veräußerungsgewinne, eine Anhebung des Sparerfreibetrags auf mindestens 925 Euro, volle Anrechenbarkeit für Verluste aus Kapitalanlagen, die komplette Abschaffung des Soli für alle, und einen leistungsgerechten Chancentarif bei der Einkommensteuer.

### **Jörg Cezanne, Die Linke:**

Wie angesprochen wollen wir den Finanzsektor auf ein vernünftiges Maß verkleinern. Würden Finanzinstrumente zuerst auf ihre Wirksamkeit und ein vertretbares Maß an „Risiken und Nebenwirkungen“ überprüft, wären nach unseren Schätzungen mehr als die Hälfte der Finanzinstrumente nicht zulässig und müssten vom Markt verschwinden. Wir bezweifeln, dass verstärkte Anlagen im Wagniskapitalsektor die derzeitigen Schwierigkeiten lösen, geschweige denn, hierüber breitere sinnvolle gesamtwirtschaftliche Effekte zu erzielen wären. Aus unserer Sicht sind nicht das niedrige Zinsniveau, sondern die fehlenden öffentlichen realwirtschaftlichen Investitionen seit Jahren das entscheidende Problem. Gefordert ist eine stärkere öffentliche Investitionspolitik in Infrastruktur und in die sozial-ökologische Transformation. Die Schuldenbremse ist abzuschaffen und durch eine goldene Regel zu ersetzen, die eine Kreditaufnahme im Umfang der öffentlichen Investitionen zulässt. Dies nützt auch den Kleinsparer\*innen – weit mehr als höhere Sparzinsen.

## 5. Ein Einzug in den Bundestag würde für Sie bedeuten, die nationale Politik für die nächsten vier Jahre mitgestalten zu dürfen. Welche persönlichen Ambitionen und Prioritäten haben Sie? Worauf möchten Sie den Fokus legen?

### **Antje Tillmann, CDU:**

Als Berichterstatterin für die Schuldenbremse in der Föderalismuskommission II ist mir vorrangig wichtig, dass die krisenbedingte Schuldenaufnahme endet und ab 2023 die Schuldenbremse wieder wirkt. Hier müssen wir prüfen, wie wir auf der einen Seite die zusätzlichen Aufgaben wie Klimaschutz finanzieren. Andererseits gilt es, die Schuldenbremse hinsichtlich europäischer Verpflichtungen und der Demografie nachzuschärfen.

Außerdem ist mir die Situation von Familien ein wichtiges Anliegen. Hier waren in der auslaufenden Legislaturperiode die Familienentlastungsgesetze I und II entscheidende Eckpfeiler. In der neuen Legislaturperiode wird die Stärkung des Vermögensaufbaus von Familien eine wichtige Triebfeder sein. So setze ich mich unter anderem dafür ein, den Kinderfreibetrag an den Grundfreibetrag anzupassen. Dies wird mit einer Erhöhung des Kindergeldes einhergehen. Diese Anhebungen könnten mit der Unionsidee einer Generationenrente für eine Altersvorsorge von Geburt an gekoppelt werden.

Bereits in der nun auslaufenden Legislaturperiode ist es uns mit dem Baukindergeld gelungen, den Ersterwerb von selbstgenutztem Wohneigentum für Familien mit Kindern zu fördern. Spätestens bis zum 31. Dezember 2023 können Familien einen Zuschuss in Höhe von 1.200 € pro Jahr für jedes Kind unter 18 Jahren, über einen Zeitraum von maximal 10 Jahren, beantragen. Insgesamt kann man also 12.000 € für jedes Kind erhalten, wenn die errichtete oder erworbene Immobilie ununterbrochen 10 Jahre für Wohnzwecke selbst genutzt wird. Allerdings musste die Wohnimmobilie spätestens bis zum 31. März 2021 erworben werden. Bisher haben über 300.000 Familien vom Baukindergeld profitiert. Auch ist es mir ein Herzensanliegen, den erwähnten Freibetrag bei der Grunderwerbsteuer beim erstmaligen Erwerb selbstgenutzten Wohnraums endlich im Gesetz zu verankern.

### **Lisa Paus, Bündnis 90/Die Grünen:**

Die nächsten Jahre werden entscheidend sein, ob wir das Pariser Klimaabkommen und die nationalen Klimaschutzziele noch einhalten werden oder nicht. Wir müssen daher in den nächsten vier Jahren die strukturellen Weichen für den Pfad zur Klimaneutralität stellen. Ich will, dass dies auch für den Finanzbereich gelingt. Ich werde mich weiterhin dafür einsetzen, dass Nachhaltigkeitsrisiken im Finanzmarkt transparent und bei Investitionsentscheidungen berücksich-

tigt werden und dass Preise die ökologische Wahrheit sagen - und sich das auch in den Bilanzen widerspiegelt.

Persönlich bin ich schon seit 2009 Mitglied des Bundestages. In den letzten Jahren habe ich zusammen mit Kollegen und Kolleginnen eine ganze Reihe konkreter Konzepte ausgearbeitet, wie wir die sozial-ökologische Transformation angehen wollen. Die Schubladen sind voll. Jetzt geht es darum, umzusetzen. Das kann aber nur mit der Unterstützung unserer Partner aus der Zivilgesellschaft, Wissenschaft und Wirtschaft gelingen.

### **SPD-Bundestagsfraktion:**

Die SPD-Bundestagsfraktion wählt die Sprecherinnen und Sprecher ihrer Arbeitsgruppen erst nach der Wahl.

Die Corona-Pandemie hat gravierende Auswirkungen. Auch auf die Haushalte von Bund und Ländern. Während die Steuereinnahmen zurückgehen, sind die staatlichen Ausgaben gestiegen. Zugleich wäre eine Politik der Austerität nach der Krise ein völlig falscher Weg. Wer diesen verfolgt, setzt unsere Zukunft aufs Spiel oder will harte Einschnitte in den Sozialstaat. Die SPD steht für eine Finanz- und Haushaltspolitik, die die großen Zukunftsinvestitionen finanziert, so zukunftsfähige Arbeitsplätze schafft, ein klimaneutrales Wachstum ermöglicht und den gesellschaftlichen Zusammenhalt stärkt.

Die gerechte Verteilung von Einkommen und Vermögen ist eine Grundvoraussetzung für den Zusammenhalt unserer Gesellschaft. Die extrem ungleiche Verteilung von Einkommen und Vermögen ist nicht nur sozialpolitisch bedenklich, sie ist auch ökonomisch unvernünftig. Die hohe und weiter wachsende Konzentration des Vermögens auf einige Hochvermögende verhindert nachhaltiges Wachstum und verschenkt wertvolle Potenziale.

Wir werden der Steuergerechtigkeit Geltung verschaffen: Gegen Steuerhinterziehung, Steuervermeidung und Steuerbetrug werden wir konsequent vorgehen. Die Besteuerung von Einkommen werden wir gerechter gestalten – das aktuelle Steuersystem nimmt gerade mittlere Einkommen zu stark in Anspruch. Wer sehr viel Vermögen hat muss zudem einen größeren Beitrag zur Finanzierung unseres Gemeinwesens leisten. Wir werden uns weiterhin für einen leistungsfähigen, sichern und fairen Finanzmarkt einsetzen.

### **Dr. Florian Toncar, Freien Demokraten (FDP):**

Die FDP strebt eine Regierungsbeteiligung an, um Deutschland marktwirtschaftlich zu erneuern. Wir setzen auf unternehmerische Freiheit und den mündigen, selbstbestimmten Verbraucher. Mehr Wahlmöglichkeiten bei Altersvorsorge und Vermögensanlage und Zugang zu Wohneigentum für die Mitte der Gesellschaft sind dabei zentrale Bausteine.

### **Jörg Cezanne, Die Linke:**

Mein zentrales Ziel ist und bleibt, einen aus Sicht der Gesellschaft und der Realwirtschaft leistungsfähigen, stabilen und demokratisch kontrollierbaren Finanzsektor zu haben. Dieses Ziel ist durch die Corona-Krise nur umso wichtiger geworden, denn wir brauchen einen solchen Finanzsektor, um die ökonomischen Folgen der Krise zu bewältigen. Dazu müssen die öffentlich-rechtliche und die genossenschaftliche Säule gestärkt werden, damit sie zusammen mit öffentlichen Investitionen die Finanzierung eines sozial-ökologischen Wandels im Sinne des Klimaschutzes finanzieren können. Dabei werden wir auch über neuartige Instrumente nachdenken müssen: ohne eine klare Lenkungsfunktion des Staates bei der Finanzierung von Investitionen in den Klimaschutz, inkl. einer Transformation der Industrie in emissionsfreie Produktion, werden wir den Klimakollaps nicht verhindern können. Vielleicht brauchen wir z.B. auch sozial-ökologische Kriterien für Eigenmittel-Anforderungen von Banken, weil Engagements in konventionelle Projekte auch letztlich eine Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems selbst bedeuten. Mir bleibt unser Konzept eines "Finanz-TÜVs" sehr wichtig, weil es einen Perspektivenwechsel bedeutet: nicht alle Finanzinstrumente und -aktivitäten, mit denen Finanzunternehmen betriebswirtschaftlich Geld verdienen können, sind auch wünschenswert. Es muss einen Mehrwert auch für die Gesellschaft und die Gesamtwirtschaft geben, und das allein kann "der Markt" nicht sicherstellen.

*Harald Klug, Leiter des Geschäfts mit institutionellen Kunden in Deutschland und Österreich bei BlackRock, und Theo Weber, Leiter des Private-Debt-Geschäfts von BlackRock in Deutschland*

*Private-Debt-Anlagen entwickeln sich zu einem festen Portfoliobestandteil von institutionellen Anlegern und tragen zur Verbreitung nachhaltiger Unternehmenspraktiken im Mittelstand bei.*

Wenn der Mittelstand als der Motor der deutschen Wirtschaft bezeichnet wird, ist seine Finanzierung der Treibstoff. Neben der Finanzierung durch Banken und den öffentlichen Kapitalmarkt entwickelt sich zunehmend Private Debt zu einer wichtigen Säule der Finanzierung von mittelständischen Unternehmen in Deutschland und weltweit. An der Schnittstelle zwischen Kapitalbedarf der Unternehmen und den Anlageparametern institutioneller Investoren übernehmen Asset Manager sehr unmittelbar eine zentrale Aufgabe. Im Bereich „Private Debt“ hat BlackRock allein in Europa vier Milliarden US-Dollar von Investoren anvertraut bekommen, die als Fremdkapital für die Unternehmensfinanzierung bereitstehen.<sup>1</sup> In der Regel geht es um die schnelle Bereitstellung von Mitteln für die Übernahme einer Firma oder auch den Kauf von Lizenzrechten – kurz: es geht um Wachstumsperspektiven von mittelständischen Unternehmen. Neben den klassischen Finanzkennzahlen spielen bei der Finanzierung auch verstärkt Nachhaltigkeitsüberlegungen eine Rolle.

### „Klimarisiken sind auch Anlagerisiken“

Das hat Larry Fink, CEO von BlackRock, in seinem diesjährigen Brief an die Vorstände von Unternehmen hervorgehoben, in die BlackRock im Auftrag seiner Kunden investiert. Darin legt er dar, wie BlackRock 2021 mit den Unternehmen, an denen man treuhänderisch Anteile hält, in Dialog bleiben möchte und was BlackRock im Auftrag seiner Kunden von den Unternehmen erwartet. Als Treuhänder des Vermögens seiner Kunden hat BlackRock die verantwortungsvolle Aufgabe, Anleger beim Übergang in eine klimaneutrale Wirtschaft zu unterstützen. Daher hat BlackRock Nachhaltigkeit bei sich zum neuen Investment-Standard gemacht. Das Interesse an nachhaltigen Investment-Strategien, die ökologische und soziale Kriterien sowie Aspekte guter Unternehmensführung (auf Englisch: Environmental, Social und Governance – kurz ESG) berücksichtigen, wächst unter privaten und institutionellen Anlegern. Zum einen suchen Anleger neben der finanziellen zunehmend auch eine soziale Rendite. Zum anderen haben sie erkannt, dass nachhaltiges Investieren unter dem Aspekt des Risikomanagements einen positiven Renditebeitrag leisten kann. Die tektonische Verschiebung hin zu nachhaltigen Anlagen beschleunigt sich.

<sup>1</sup> Quelle: Handelsblatt vom 30.11.2020 [Link](#)

### ESG ist zentral für den Anlageprozess

Bei BlackRock sind wir überzeugt, dass Unternehmen über die reine kurzfristige Renditebetrachtung hinaus langfristig orientiert sein und einen Wert für die Gesellschaft erzeugen müssen. Dabei kann die engere Beziehung der Unternehmen zu ihren Stakeholdern auch die Erträge positiv beeinflussen. Je besser ein Unternehmen seinen Zweck erfüllt, indem es Werte für seine Kunden, Mitarbeiter und das Gemeinwesen schafft, desto nachhaltiger wird es erfolgreich sein. Daher ist die Berücksichtigung von ESG-Faktoren auch ein zentraler Bestandteil unseres Investmentprozesses bei Privatmarktanlagen. Zudem lässt sich eine umgekehrt korrelative Verbindung zwischen sinkender Kreditqualität und der Fähigkeit von Unternehmen, aktiv ESG-Faktoren zu adressieren, feststellen. Insofern wundert es nicht, dass ESG inzwischen ganz oben auf der Agenda von Privatmarktinvestoren steht.<sup>2</sup>

Gerade bei Privatmarktfinanzierungen, jenseits der Stimmen- und Methodenvielfalt der öffentlichen Märkte, kann die standardmäßige Erfassung und Bewertung von ESG-Risiken einen echten Wertbeitrag leisten – und zwar sowohl für den Investor als auch auf der Seite der kapitalsuchenden Unternehmen. Denn der direkte Dialog zwischen Asset Manager und Unternehmen trägt zur Verbreitung des Nachhaltigkeitsgedankens bei. Spätestens, wenn die Unternehmensführung merkt, wie sich durch die Vernachlässigung von materiellen ESG-Faktoren ihre Finanzierungskosten erhöhen oder gar eine schnelle Finanzierungszusage gefährdet ist. Umgekehrt stellen sie fest, wie sie durch positive Veränderungen und feste Zusagen in Bezug auf ihren Nachhaltigkeitspfad die Finanzierungskosten positiv beeinflussen können. Der individuellen Ausgestaltung der Finanzierungslösung kommt dabei eine entscheidende Rolle zu. Denn dort können auch – analog zu Sustainability Bonds – positive Anreize zur Erreichung von Nachhaltigkeitszielen gesetzt werden.

<sup>2</sup> Quelle: Creditflux and Debtwire European Direct Lending Perspectives (EDLP) Q1/ 2021

Natürlich gibt es einzelne Sektoren oder Unternehmen mit großen Unzulänglichkeiten in Bezug auf Umwelt, soziale Aspekte und Governance, die wir für eine Privatmarktfinanzierung von vornherein ausschließen. Dazu gehören beispielsweise gemäß den BlackRock Investment Stewardship-Standards die Branchen Waffen, Pornografie, Tabak, Kohle und Kohleverstromung. Nicht selten entscheiden wir uns aufgrund fehlender ESG-Daten, mangelnder Transparenz oder langfristig im Geschäftsmodell verankerter ESG-Risiken wie z.B. Abholzung von Wäldern gegen ein Engagement bzw. eine Finanzierung, selbst wenn das Geschäft aus anderen Blickwinkeln attraktiv erscheint. Das hängt nicht nur damit zusammen, dass wir das nicht für richtig halten, sondern weil wir davon ausgehen, dass Unternehmen, die das Thema derart vernachlässigen, nicht zu den langfristig erfolgreichen Wettbewerbern am Markt gehören werden.

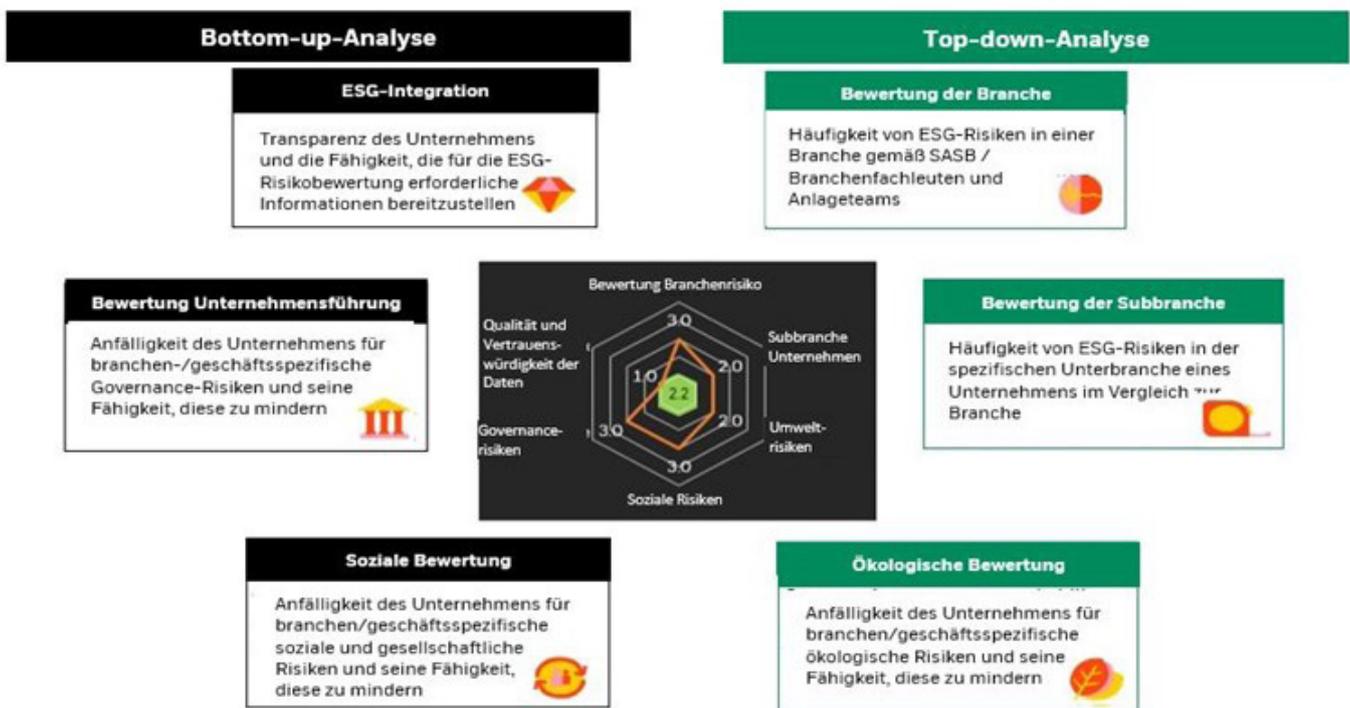
### ESG in der Due Diligence

Sobald eine Finanzierung grundsätzlich in Frage kommt, werden im Due Diligence-Prozess auch detailliert ESG-Faktoren untersucht. Die Bewertung von ESG-Risiken erfolgt sowohl auf der Ebene des Vermögenswerts als auch auf der Ebene des Sponsors und ist fester

Bestandteil der normalen Due-Diligence-Prüfung. Das ESG-Risiko-Screening und der Due-Diligence-Prozess werden dabei im Investment-Memo dokumentiert und im Investment Committee besprochen. Das Deal-Team kann auch Investitionsmöglichkeiten ablehnen, wenn mittlere oder hohe ESG-Risiken im Rahmen der Due-Diligence-Prüfung aufgrund eines eingeschränkten Zugangs zu Informationen nicht wesentlich gemindert werden können.

Bei den typischerweise zwei bis vier Jahre laufenden Finanzierungen achtet BlackRock als „Take & Hold“-Investor anhand einer proprietären und standardisierten ESG-Scorecard auf mögliche langfristige Risiken. Es gibt sechs Schlüsselfaktoren, die berücksichtigt werden, um den ESG-Gesamtscore abzuleiten, der einen gewichteten Durchschnitt aus dem Branchen-Score und dem Unternehmens-Score darstellt. Das Scoring-Modell (s. Grafik 1) gewährleistet Konsistenz und die getrennte Bewertung von Branche, Unterbranche, ESG-Integration, E-, S- und G-Faktoren. Es fördert die Transparenz und bietet eine reichhaltige Datenquelle für Monitoring und Analysen.

**Grafik 1: BlackRock Private Credit ESG Scoring Model**



Quelle: BlackRock, European Private Debt ESG guide for new and existing investments, Stand Februar 2021

Bei der Identifizierung von materiellen Schlüsselrisiken im Hinblick auf Umwelt, Soziales und Governance dienen folgende grundsätzlichen Fragen als Einstieg:

- Hält das Unternehmen alle relevanten lokalen und internationalen Umwelt- / Arbeitsschutzgesetze und -vorschriften ein? (Umwelt, Soziales) Verfügt das Unternehmen über eine angemessene Unternehmensführung, einen Ethikkodex und Kontrollen? (Governance)
- Welche Umwelt-/ Sozial-/ oder Governance-Risiken können sich aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens ergeben, z. B. Abfallmanagement, Emissionen (Umwelt); Gesundheit, Sicherheit, Mindestlohn, Kinderarbeit (Soziales); Korruption, Bestechung, Geldwäsche (Governance)? Wie wesentlich sind diese Risiken?
- Wie sieht die Erfolgsbilanz des Unternehmens in den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung aus? Gibt es wesentliche Vorfälle/Untersuchungen?
- Gibt es Geschäftsmöglichkeiten, um den ökologischen Fußabdruck, die sozialen Auswirkungen und die Unternehmensführung des Unternehmens potenziell zu verbessern?

Daneben werden noch branchenspezifische ESG-Risiken bewertet. Dabei bedienen sich die Analysten auch der SASB Materiality Map®, die klar hervorhebt, welche spezifischen E-, S- oder G-Themen in welcher Branche besonders wesentlich sein können.<sup>3</sup>

### ESG-Risiken sind Kreditrisiken – während der gesamten Laufzeit

Ein entscheidendes Instrument, um die Kreditqualität zu erhalten oder gar zu verbessern, ist die laufende Überwachung der ESG-Risiken nach der Investition. Dazu muss der aktive Dialog bzw. das Engagement mit Kreditnehmern und Sponsoren fortgesetzt werden, um neue ESG-Themen zu identifizieren und bestehende ESG-Themen zu überwachen. Bei BlackRock aktualisieren wir den ESG-Score jedes Quartal, auch um neue Risiken nach der Investition zu identifizieren. Daneben wird jährlich ein ESG-fokussierter Fragebogen an jedes Portfoliounternehmen gesendet. Das proprietäre ESG-Scoring-System wird auch dazu verwendet, um den ESG-Fortschritt sowohl auf Asset- als auch auf Portfolio-Ebene zu bewerten und über die Laufzeit des Investments zu verfolgen. Dabei bieten sich auch vielfältige Möglichkeiten, die Portfolio-Unternehmen auf ihrer „ESG-Journey“ konstruktiv zu begleiten und das Know-how zu vergrößern: So unterstützen wir unsere Portfoliofirmen dabei, eine Lösung für ihre ESG Themen zu finden.

<sup>3</sup> Sustainability Accounting Standards Board [Link](#)

Das kann über den orchestrierten thematischen Erfahrungsaustausch zwischen den Portfoliofirmen oder über die Empfehlung spezialisierter Berater z.B. im Bereich Umwelt erfolgen. Daneben entfalten die über so genannte ESG Margen-Ratchets gesetzten finanziellen Anreize, die immer häufiger Bestandteil der Finanzierungsvereinbarung sind, während der Finanzierungslaufzeit ihre Wirkung. Die Sorgfalt im Hinblick auf ESG bei Auswahl, Incentivierung und Monitoring von Privatkrediten zahlt sich doppelt aus: zum einen in der fortschreitenden nachhaltigen Ausrichtung von Unternehmen der Realwirtschaft und zum anderen im verbesserten Risikoprofil der absolut wie relativ wachsenden Private-Debt-Anlagen in den Portfolios von institutionellen Investoren.

### Positives Momentum

Was zunächst als pragmatische Lösung nach der Finanzkrise in Europa aufkam, als es für Unternehmen sehr schwierig war, effiziente Verhandlungen für Übernahmefinanzierungen mit vielen Konsortialbanken zu führen, hat sich inzwischen zu einer eigenen Anlageklasse entwickelt, die sich auch in den kommenden Jahren steigender Nachfrage erfreuen dürfte. Laut einer Umfrage von Preqin<sup>4</sup> planen 58 Prozent der institutionellen Investoren, ihre Anlagen in privaten Kreditfonds bis 2025 noch weiter zu erhöhen. Die Widerstandsfähigkeit der Anlageklasse während der Corona-Pandemie dürfte Investoren in diesem Wunsch bestärkt haben. So befand sich die Finanzierungsaktivität bei europäischen Unitranche-Deals im 4. Quartal 2020 und im ersten Quartal 2021 auf Rekordniveau.<sup>6</sup> Über alle Deal-Formen hinweg wurden in Europa im ersten Quartal 2021 6,3 Milliarden Euro in 150 Deals privat finanziert, das höchste Volumen seit Q3/2019.<sup>6</sup>

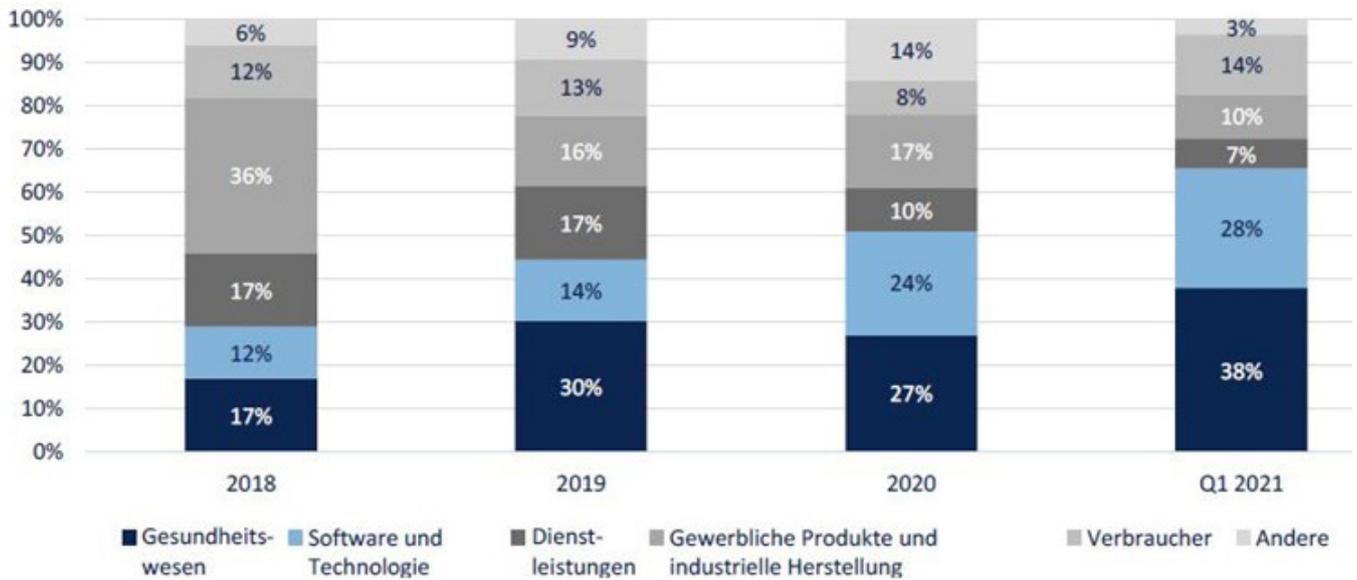
Auch Unternehmen wollen häufig nicht mehr auf die maßgeschneiderte Finanzierungslösung verzichten. Der Markt für Private Debt hat sich bis zur Corona-Krise sehr stark entwickelt. Die Krise dämpfte den Ausblick nur kurzfristig. Im Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Erholung hat auch das M&A-Geschäft stark angezogen. Damit ist auch die Nachfrage nach Finanzierungen wieder deutlich gestiegen. Dabei gehen rund zwei Drittel der Aktivitäten auf das Konto der Zukunftsbranchen Healthcare und Technologie/Software (s. Grafik 2). Typischerweise kommt größeren Finanzierungsadressen mit höherem Deal-Flow eine hervorgehobene Position zu. Sie können eine individuelle Finanzierungslösung schnell und zuverlässig realisieren und tragen durch hohe ESG-Standards auch zur Verbesserung der Qualität des Marktes bei.

<sup>4</sup> Preqin (16. November 2020) Investors plan to increase alternatives allocations by 2025; Zitiert nach [Link](#)

<sup>5</sup> Quelle: GCA Altium MidCapMonitor Q1 2021

<sup>6</sup> Quelle: Creditflux and Debtwire European Direct Lending Perspectives (EDLP) Q1/ 2021

**Grafik 2: Privatmarktfinanzierungen im deutschen Mittelstand nach Sektoren (in Prozent der Unitranche-Deals)**



Quelle: GCA Altium MidCapMonitor Q1 2021

### Fester Bestandteil der Asset Allokation

Institutionellen Investoren bietet sich über Private Debt eine attraktive Anlageklasse, die sowohl in sich diversifiziert ist als auch im Portfolio zu weiterer Diversifikation beiträgt. Gerade im aktuellen konjunkturellen Umfeld, in dem viele Unternehmen ihren weiteren Wachstumskurs und potenzielle Zukäufe finanzieren wollen, bieten sich hier attraktive Anlageopportunitäten mit langfristig aktienähnlichen Renditen bei einem anleiheähnlichen Risikoprofil. Sie eignen sich somit als Substitut für Hochzinsanleihen oder für den Alternatives-Bucket im Kontext der institutionellen Kapitalanlage. Über die individuelle Betrachtung, Prüfung und Adressierung der unternehmensspezifischen ESG-Risiken leisten Investoren mittelbar einen Beitrag zu einer nachhaltigeren Wirtschaft. Bei entsprechender Fondsausgestaltung können Anleger damit auch den Anteil ihrer Anlagen erhöhen, die gemäß EU-Offenlegungsverordnung als Artikel 8 klassifiziert sind.

### Kontakt:

BlackRock  
<https://www.blackrock.com/institutions/de-de/einblicke>



**Harald Klug**  
 Managing Director  
 Leiter institutionelles Geschäft in Deutschland und Österreich,  
 BlackRock  
 Tel.: +49 (89) 427295834



**Theo Weber**  
 Leiter des Private Debt-Geschäfts in Deutschland,  
 BlackRock  
 Tel.: +49 (89) 427295898  
 E-Mail: [theo.weber@blackrock.com](mailto:theo.weber@blackrock.com)

## Risikohinweise

**Kapitalrisiko.** Der Wert von Anlagen und die daraus erzielten Erträge können sowohl steigen als auch fallen und sind nicht garantiert. Anleger erhalten den ursprünglich angelegten Betrag möglicherweise nicht zurück.

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse und sollte nicht der einzige Faktor sein, der bei der Auswahl eines Produkts oder einer Strategie berücksichtigt wird.

Änderungen der Wechselkurse zwischen Währungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen sinkt oder steigt. Bei Fonds mit höherer Volatilität können die Schwankungen besonders ausgeprägt sein, und der Wert einer Anlage kann plötzlich und erheblich fallen. Steuersätze und die Grundlagen für die Besteuerung können sich von Zeit zu Zeit ändern.

## Wichtige Informationen

**Dieses Material ist lediglich zur Weitergabe an professionelle Kunden (laut Definition in den Vorschriften der britischen Finanzmarktaufsichtsbehörde oder den MiFID-Regeln) bestimmt und sollte nicht von anderen Personen als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden.**

Bis zum 31. Dezember 2020 ist der Herausgeber BlackRock Investment Management (UK) Limited, ein von der britischen Financial Conduct Authority („FCA“) zugelassenes und beaufsichtigtes Unternehmen mit Geschäftssitz 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL, England, Tel. +44 (0)20 7743 3000. Registriert in England und Wales unter Nummer 02020394. Zu Ihrem Schutz werden Telefonanrufe üblicherweise aufgezeichnet. Eine Liste aller Aktivitäten, für die BlackRock zugelassen ist, finden Sie auf der Website der Financial Conduct Authority.

Falls Großbritannien und die Europäische Union keine Vereinbarung abschließen, die es Unternehmen in Großbritannien erlaubt, im Europäischen Wirtschaftsraum Finanzdienstleistungen zu erbringen, ist der Herausgeber dieser Materialien ab 1. Januar 2021:

- BlackRock Investment Management (UK) Limited für alle Länder außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums bzw.
- BlackRock (Netherlands) B.V. für Länder im Europäischen Wirtschaftsraum

BlackRock (Netherlands) B.V. ist ein von der niederländischen Finanzdienstleistungsaufsicht zugelassenes und beaufsichtigtes Unternehmen mit Geschäftssitz Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Tel.: +31 020 549 – 5200, Handelsregister Nr. 17068311. Zu Ihrem Schutz werden Telefonanrufe üblicherweise aufgezeichnet.

Alle hier angeführten Analysen wurden von BlackRock erstellt und können nach eigenem Ermessen verwendet werden. Die Resultate dieser Analysen werden nur bei bestimmten Gelegenheiten veröffentlicht. Die geäußerten Ansichten stellen keine Anlageberatung oder Beratung anderer Art dar und können sich ändern. Sie geben nicht unbedingt die Ansichten eines Unternehmens oder eines Teils eines Unternehmens innerhalb der BlackRock-Gruppe wieder, und es wird keinerlei Zusicherung gegeben, dass sie zutreffen.

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt kein Angebot und keine Aufforderung an irgendjemanden dar, in BlackRock-Fonds zu investieren, und wurde nicht im Zusammenhang mit einem derartigen Angebot erstellt.

© 2021 BlackRock, Inc. Alle Rechte vorbehalten. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, BUILD ON BLACKROCK, SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY sind Handelsmarken von BlackRock, Inc. oder ihren Niederlassungen in den USA und anderen Ländern. Alle anderen Marken sind Eigentum der jeweiligen Rechteinhaber.

*Jens Ernberg, Managing Director, Co-Head of Private Credit, and Thomas Hall, Managing Director, Co-Head of Private Credit, both Capital Dynamics*

## **U.S. lower middle market Private Credit provides an attractive opportunity set for European investors**

The impact of COVID-19, which surfaced over a year ago, continues to shape the global economic backdrop. As a result, many investors have started to reassess their traditional allocations to better align with the opportunity set going forward. For many credit investors, downside protection, capturing incremental yield premium and the threat of rising rates have become top of mind. To meet these goals, many have turned to the private credit asset class, specifically middle-market direct lending, which, in addition to offering these characteristics, has continued to benefit from on-going secular trends.

Historically, middle market companies, broadly defined as those with USD five million to USD one billion in revenue, turned to commercial banks for their financing needs. However, over the last thirty years, a combination of regulatory pressure and market dynamics has led to an exodus of commercial banks from the space, and a resulting influx of non-bank entities, or private credit funds, has stepped in to take their place. In 1997, banks provided over sixty percent of leveraged financing and there were more than nine thousand Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)-insured banks. However today, non-bank entities are responsible for nearly ninety percent of leveraged lending and the number of FDIC insured banks has dropped by over half to less than four thousand five hundred.<sup>1</sup>

The exit of traditional capital providers combined with the sheer size of the middle market has created a middle-market financing gap, whereby the demand for capital vastly exceeds supply. From a size perspective, if taken as a standalone entity, the middle market would represent the world's third largest economy. This has created an attractive backdrop for middle market lenders, equipping them with increased negotiating leverage to structure robust credit documents and price deals at a premium to large market transactions.

Furthermore, within the middle market, even more attractive pockets of opportunity have emerged. Most middle market lending is focused on larger upper middle market deals. Since 2015, approximately eighty percent of private credit fundraising has been completed by approximately thirty percent of private credit asset managers,

resulting in these participants no longer pursuing small deals due to the economics of the transactions and amount of capital they must deploy. Additionally, the trend of consolidation amongst commercial banks has resulted in fewer, but larger, bank participants who must also focus on larger deals. As a result, the lower middle market has emerged as an overlooked and therefore more attractive subset of the non-bank, middle-market lending ecosystem.

One key aspect, in addition to more favorable economics, is the enhanced downside protection that the lower middle market enjoys versus the more competitive upper and broadly syndicated loan market, via the inclusion of financial maintenance covenants. These covenants alert lenders to deteriorating financial performance and, if breached, provide lenders with the ability to address the situation. In the competitive broadly syndicated market "cov-lite," or loans without financial maintenance covenants, have become the standard and today comprise eighty-five percent of all new issue U.S. loans.<sup>2</sup> Additionally, competitive dynamics within the upper middle market; i.e. larger participants with the need to deploy significant dry powder, has allowed "cov-lite" structures to infiltrate that market. Comparatively, lower middle-market credit protections have remained strong, and the recent pandemic served as a real time example of their importance.

Generally, lower middle-market direct lending portfolios performed well through the pandemic. However, the impact on certain borrowers was more acute, particularly those requiring in-person interaction. In these situations, borrowing agreements with thoughtfully negotiated covenants helped give lenders an early seat at the negotiating table, the ability to push solutions to protect principal and in some instances enhance economics. As a result, lower middle-market investors were, in many cases, able to drive more positive outcomes for Limited Partners (LPs).

In addition to showcasing the importance of downside protection in the form of strong covenants, the pandemic's impact on monetary policy has further highlighted the attractiveness of the private credit asset class. In the early stages of the pandemic, swift action from the Federal Open Market Committee (FOMC) to cut rates helped underscore the importance of the yield premiums offered to investors in smaller, lower middle-market companies. And while concerns around an uptick in inflation have prompted discussions about potential future Fed action on interest rates, the floating rate nature of the private credit asset class helps provide a helpful duration hedge as the US begins to progress into a post-COVID environment.

<sup>1</sup> LCD Quarterly Levered Lending Review

<sup>2</sup> LCD Quarterly Levered Lending Review

## Lessons learned from the pandemic

Direct lending is an “all-weather” strategy that does not rely on market timing. An experienced team is capable of adjusting the strategy based on prevailing market conditions. COVID-19 has highlighted the importance of diversification, the benefits of sponsor engagement, the value of structuring, and the significance of an ESG focus.

### a) Diversification

Like most crises, the pandemic’s impact on industries was uneven, where industries requiring gatherings (e.g. travel and hospitality) were disproportionately impacted. A well-diversified, uncorrelated portfolio offered investors protection from unrealized/realized losses.

### b) Sponsor engagement

The benefits of sponsor ownership were in evidence during the pandemic, providing a first line of defense with capital/liquidity injections, operational oversight and strategic prioritization, and the skillset of operating partners.

### c) Value of structuring

The pandemic solidified the importance of maintenance covenants and the ability to engage with sponsor owners and company management teams.

### d) Significance of an ESG focus

The pandemic brought focus to ESG considerations and risks, such as having effective business continuity plans, robust employees relations, good governance and decision-making, and strong supply chain/vendor relationships.

## Contact:

*Capital Dynamics*



**Jens Ernberg**  
*Managing Director  
 Co-Head of Private Credit  
 Tel.: +1 212 798 3400  
 E-Mail: [Jernberg@capdyn.com](mailto:Jernberg@capdyn.com)*



**Thomas Hall**  
*Managing Director  
 Co-Head of Private Credit  
 Tel.: +1 212 798 3400  
 E-Mail: [Thall@capdyn.com](mailto:Thall@capdyn.com)*

## Spokespeople:

**Klaus Gierling**  
*Managing Director, Head of Business Development,  
 DACH & Benelux  
 Tel.: +49 89 2000 418 13  
 E-Mail: [kgierling@capdyn.com](mailto:kgierling@capdyn.com)*

**Markus Langner**  
*Managing Director, Business Development, DACH &  
 Netherlands  
 Tel.: +49 89 2000 418 14  
 E-Mail: [mlangner@capdyn.com](mailto:mlangner@capdyn.com)*

## Disclaimer

“Capital Dynamics” comprises Capital Dynamics Holding AG and its affiliates.

The information contained herein is provided for informational purposes only and is not and may not be relied on as investment advice, as an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy securities. Any such offer or solicitation shall be made pursuant to a private placement memorandum furnished by Capital Dynamics. No person has been authorized to make any statement concerning the information contained herein other than as set forth herein, and any such statement, if made, may not be relied upon. This document is strictly confidential, is intended only for the person to whom it has been addressed and may not be shown, reproduced or redistributed in whole or in part (whether in electronic or hard copy form) to any person other than the authorized recipient, or used for any purpose other than the authorized purpose, without the prior written consent of Capital Dynamics.

The recipient should not construe the contents of this document as legal, tax, accounting, investment or other advice. Each investor should make its own enquiries and consult its advisers as to any legal, tax, financial and other relevant matters concerning an investment in any fund or other investment vehicle. Capital Dynamics does not render advice on tax accounting matters to clients. This document is not intended or written to be used, and it cannot be used by any taxpayer for the purpose of avoiding penalties which may be imposed on the taxpayer under said individual's tax laws. Federal and state tax laws are complex and constantly changing. The recipient should always consult with a legal or tax adviser for information concerning its individual situation.

When considering alternative investments, such as private equity funds, the recipient should consider various risks including the fact that some funds: may use leverage and engage in a substantial degree of speculation that may increase the risk of investment loss; can be illiquid; are not required by law to provide periodic pricing or valuation information to investors; may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information; and often charge high fees, and in many cases the underlying investments are not transparent and are known only to the investment manager. Any such investment involves significant risks, including the risk that an investor will lose its entire investment.

By accepting delivery of this document, each recipient agrees to the foregoing and agrees to return the document to Capital Dynamics promptly upon request.

*Bertram Schütz, Partner Private Debt DACH, CAPZA*

Illiquide Private Debt-Investments gewinnen zunehmend relative Marktanteile von High Yield Bond Strategien, die häufig an regulierten Märkten handelbar sind. Aus Sicht eines professionellen Kapitalanlegers sprechen sehr gute Gründe für eine größere Allokation im Bereich Private Debt.

Bis zur Globalen Finanzkrise im Jahr 2009 gab es für traditionelle Fixed Income-Investoren neben Staats- und Unternehmensanleihen und gegebenenfalls noch Schuldscheinen relativ wenig Alternativen, direkt in Kredite an mittelständischen Firmen zu investieren. Durch die Asienkrise Anfang der 2000er Jahre und ein generell eher regulierungsfreundliches Umfeld hatte sich ein Markt für Distressed Debt gebildet. Ehemalige High Yield Emittenten („Fallen Angels“) und trading-orientierte Investmentstrategien mit eher volatilerem Risiko- und Renditeprofil dominierten diesen Markt. Erste Private Debt-Finanzierungen erfolgten durch Mezzanine Fonds, die sich typischerweise auf höherverzinsliche Nachrangfinanzierungen in Kombination mit einer von Banken bereitgestellten, erstrangigen Finanzierung konzentrierten.

Die globale Finanzkrise hat zu einer massiven Änderung im regulatorischen Umfeld und zur Entstehung einer komplett neuen Anlageklasse Private Debt geführt. Die weltweit mit der Bankenaufsicht betreuten regulatorischen Stellen identifizierten in einer möglicherweise nicht adäquaten Risikokontrolle der Finanzinstitute den Hauptgrund für die Destabilisierung des globalen Finanzsystems. Konsequenterweise wurden die Eigenkapitalunterlegungsvorschriften für Kredite von Banken signifikant erhöht und dieser wesentliche Teil des Bankgeschäftes für die Finanzinstitute deutlich unattraktiver gemacht. Gleichzeitig waren die Aufsichtsbehörden darum bemüht, den (nicht kapitalmarktfähigen) Unternehmen eine weitere Finanzierungsalternative anzubieten.

Alternative Asset Manager sahen hier eine Möglichkeit, die sich auftuende Lücke mit einem Produkt zu füllen, was als ‚Direct Lending‘, ‚Unitranche‘ oder ‚Private Debt‘ bezeichnet wird. Von dem jeweiligen Asset Manager werden hierzu geschlossene Fondsvehikel aufgelegt und dafür bei institutionellen Investoren Kapital eingeworben. Die typischen Fondsstrukturen weisen eine Laufzeit von bis zu 10 Jahren auf. Es handelt sich um eine langfristige Kapitalzusage, was gut zu den zukünftigen Zahlungsverpflichtungen (Rentenzahlungen) des jeweiligen Investors passt. Einen weiteren Vorteil bieten Private Debt-Fonds: Die regelmäßig vereinnahmten Zinserträge werden an den Investor ausgekehrt und als laufende Erträge aus der Kapitalanlage verbucht.

Private Debt-Strukturen sind erstrangig über Verpfändung der Gesellschaftsanteile und operative Sicherheiten besicherte privatrechtliche Kredite, die typischerweise kein externes Rating einer der großen Ratingagenturen aufweisen. Wichtig sind auch auf Quartalsbasis vereinbarte Finanzkennzahlen im Kreditvertrag. Zur zeitnahen Beurteilung der laufenden Performance erfolgt die monatliche Berichterstattung über den jeweils abgelaufenen Monat mit einer Kommentierung durch das Management des Portfoliounternehmens. In vielen Jurisdiktionen ist mit der Kreditgewährung auch die Möglichkeit verbunden, als Gast an Beiratsitzungen teilzunehmen. In dieser Beiratsfunktion stellt der Asset Manager seine langjährige Fachkompetenz und seinen Erfahrungsschatz dem Management zur Verfügung. Es erfolgt während der gesamten Kreditlaufzeit ein sehr enger Austausch zwischen Management und Asset Manager mit dem Ziel, sehr frühzeitig mögliche größere Abweichungen vom ursprünglichen Geschäftsplan oder Jahresbudget identifizieren und adressieren zu können. Hierzu ist vom Management ein hohes Maß an Transparenz und ein möglichst zielgenauer Planungsprozess gefordert.

Typischerweise tritt der Asset Manager als alleiniger Kreditgeber des Portfoliounternehmens auf, teilweise mit Unterstützung einer Hausbank für die operativen Notwendigkeiten. Dadurch ist ebenfalls eine sehr enge Kommunikation zwischen Management, den Eigentümern und dem Asset Manager sichergestellt, die alle gemeinsam das Ziel verfolgen, das weitere Wachstum des Unternehmens zu unterstützen.

Es findet kein Sekundärmarktthandel der Private Debt-Transaktionen statt, die unterliegenden Finanzierungen so wie auch das Investment der Private Debt-Fondsinvestoren ist illiquide. Für die Illiquidität wird ein Renditeaufschlag gegenüber einem liquiden High Yield-Bond gezahlt und von den Investoren vereinnahmt.

Die meisten Private Debt-Fonds konzentrieren sich auf Unternehmen, die von der Größenordnung her unterhalb der typischen Größe eines High Yield Emittenten liegen, also unterhalb von € 50 Mio. EBITDA als Näherungsgröße für den operativen Cash Flow. Basis der Kreditgewährung sind detaillierte Geschäftspläne, Cash Flow-Planungen, umfangreiche Due Diligence Berichte, vertiefende Experteninterviews, etc. Dies ermöglicht eine detaillierte Analyse des Geschäftsmodells, der Marktstellung des Unternehmens und der historischen und geplanten, zukünftigen Performance des Portfoliounternehmens. Die gesammelten Erkenntnisse werden vom Investment Committee detailliert diskutiert, bevor die Kreditgewährung genehmigt wird. Dieses Investment Committee des Asset Managers besteht aus Senior Partnern mit langjähriger, mehrfach zykluser-

probter Krediterfahrung. Ziel ist das weitgehende Ausschließen von Kreditausfällen durch die bewusste Konzentration auf sehr stabile, wenig rezessionsgefährdete Branchen und Geschäftsmodelle. Es wird ein Kreditportfolio mit bewussten, sektorspezifischen Schwerpunkten gebildet unter Verzicht auf eine vollständige Abbildung sämtlicher Branchen wie zum Beispiel bei einem CLO. Anders als bei einem typischen High Yield-Portfolio gibt es keine Portfoliorotation innerhalb eines Private Debt-Fonds; alle Kredite verbleiben bis zu ihrer Rückzahlung im Fonds.

Kritische Erfolgsfaktoren für einen langfristigen Erfolg des Private Debt Asset Managers sind: Restrukturierungserfahrungen und eine langjährige Krediterfahrung der Senior Partner. Ein sehr guter Track Record, also nur sehr geringe Kreditausfälle, über eine möglichst lange Zeitspanne mit verschiedenen Marktzyklen - idealerweise inklusive der weltweiten Finanzkrise - ist wesentlich. Viele Private Debt-Manager sind erst nach der Finanzkrise gegründet worden, können also noch keinen Track Record über den vollen Weltwirtschaftszyklus ausweisen. Einige wenige Asset Manager differenzieren sich hier signifikant, wenn sie schon vor 2008/2009 für Investoren in selbststrukturierte Kredite investiert haben.

Eine lokale Präsenz in den jeweiligen Zielmärkten mit einem eigenen Büro unterscheidet viele Private Debt-Asset Manager von eher zentral an einem Ort angesiedelten High Yield Bond Managern. So sind die Private Debt Manager deutlich näher am jeweiligen Markt, sprechen typischerweise die gleiche Sprache wie die Manager der Portfoliounternehmen und haben eine ähnliche kulturelle Prägung. Diese Nähe führt zu einem deutlich detaillierteren und informativeren Dialog. Dieses Differenzierungsmerkmal begünstigt den Private Debt-Asset Manager.

Bei Private Debt-Transaktionen hat das Portfoliounternehmen keine öffentlichen Berichtspflichten und muss sein Darlehen (Anleihe) nicht an einer Börse notieren lassen. Hierdurch entstehen signifikant geringere Kosten, wobei die Gläubiger bei Private Debt typischerweise zeitnäher und detaillierter informiert sind als bei einem typischen High Yield-Quartalsbericht für ein Unternehmen von vergleichbarer Größenordnung. Der juristische Aufwand ist bei einem bilateralen Kredit mit einem Private Debt-Asset Manager typischerweise deutlich geringer als bei der Ausgabe eines High Yield Bonds. Durch die enge Kommunikation und klare Zuordnung des Hauptgläubigers lassen sich auch gegebenenfalls notwendige Änderungen oder Anpassungen, zum Beispiel im Zusammenhang mit einer Pandemie, deutlich einfacher umsetzen als bei einer sehr stark zersplitterten Investorenbasis eines High Yield-Bonds; das Management gewinnt also Zeit und Flexibilität und kann sich deutlich stärker auf das operative Geschäft fokussieren.

Die an den Kreditmärkten zu beobachtende Verlagerung von Marktanteilen zu Private Debt nutzen bereits viele Investoren zu ihrem Vorteil. Das Gesamtportfolio wird durch diese 'junge' Assetklasse breiter diversifiziert und damit weniger schwankungsanfällig. Nicht nur im aktuellen Niedrigzinsumfeld, sondern auch generell ist Private Debt für viele Anleger durch die deutlich höhere Rendite – im Vergleich zu liquiden Alternativen – sehr attraktiv.

### Kontakt:

CAPZA  
Amiraplatz 3  
80333 München  
[www.capza.co](http://www.capza.co)



**Bertram Schütz**  
Partner Private Debt DACH  
Tel.: +49-89-23022-5610  
Mobil: +49-151-12433909  
E-Mail: [bschuetz@capza.co](mailto:bschuetz@capza.co)

Jörg Scheidler, Vorstandsmitglied, Engel & Völkers Capital AG

Immobilieninvestments entlang der gesamten Wertschöpfungskette werden aufgrund ihrer besonderen Krisenresilienz als Anlageklasse immer beliebter. Dies bestätigten einmal mehr repräsentative Studien wie der „BAI Investor Survey 2020“ oder der „PwC Real Estate Investor Survey 2021“: Demnach sind Immobilieninvestments zunehmend Bestandteil in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren und das Interesse an dieser Assetklasse steigt unvermindert an. Zusätzlich befeuert wird der Trend durch die expansive Geldpolitik der Notenbanken und das dadurch geschaffene andauernde Niedrigzinsumfeld, das mögliche Renditepotenziale noch attraktiver erscheinen lässt.

Aufgrund der oftmals bereits hohen Immobilienquote in den Portfolios institutioneller Investoren gewinnen insbesondere Investitionen in Real Estate Debt zunehmend an Attraktivität. Hiermit können Anleger an der gesamten Wertschöpfungskette von Immobilien partizipieren, ihre bestehenden Investments maßgeblich diversifizieren und eine Optimierung ihres Rendite-Risiko-Profiles erzielen. Real Estate Debt fällt als Kredit üblicherweise nicht unter die Immobilienquote gemäß Anlageverordnung. Vielmehr bestimmt der Investor anhand der jeweiligen Struktur seiner Anlage und der Investitionskriterien (Senior-, Junior-, Mezzanine- oder Wholeloan-Investments), unter welcher Kategorie die Anlage später administriert werden kann.

## Mezzanine-Finanzierungen: kalkulierbare Cashflows für Investoren

Eines der spezifischen Anlagevehikel, auf das institutionelle Kapitalgeber zurückgreifen können, um indirekt am Immobilieninvestmentmarkt zu partizipieren, ist der etablierte EVC Mezzanine Fonds. Ein derartiges Vehikel bietet Investoren die Möglichkeit, zusätzliche Diversifikationspotenziale in ihrem Gesamtportfolio zu erschließen und dabei ihren individuellen Anlagestrategien zu folgen. Durch die in den Darlehensverträgen mit dem Kapitalnehmer vereinbarte feste Verzinsung sind die Erträge prognostizierbar. Und da es sich wirtschaftlich und rechtlich um Fremdkapital handelt, ist Mezzanine-Kapital im Falle von Zahlungsschwierigkeiten des Kapitalnehmers besser geschützt als Eigenkapital.

In der Regel handelt es sich bei Mezzanine-Finanzierungen um nachrangige Darlehen. Das heißt, sie werden zwar nach der Hauptfinanzierung bedient - dafür aber höher verzinst. Um sicherzustellen, dass die attraktiven Renditechancen nicht zu Lasten der Sicherheit gehen, wird vor der Kapitalvergabe ein standardisierter Investitions- und Prüfprozess durchgeführt. Bei Engel & Völkers Capital erfolgt die Due-Diligence-Prüfung und Markteinschätzung durch ein internes

Expertenteam und wird durch die Konsultation unabhängiger, externer Gutachter aus dem renommierten Partnernetzwerk ergänzt. Unter anderem wird die Bonität des Kapitalnehmers überprüft, der ggf. zusätzliche Sicherheiten in den Finanzierungsprozess einbringen und einen nachweislich erfolgreichen Track Record aufweisen muss. Investoren, die über den EVC Mezzanine Fonds anlegen, profitieren zudem von einer Diversifikation des Fondsportfolios entlang der Kriterien Projektvolumen, Immobilien-Assetklasse, ausführender Projektentwickler sowie Standort der zu entwickelnden Immobilie. Die Mezzanine-Finanzierung beispielsweise einer Projektentwicklung wird durch ein effizientes Risikomanagement begleitet, das die laufende operative und wirtschaftliche Überwachung des Projektentwicklers, des Baufortschritts sowie des Vermarktungsfortschritts vorsieht. Durch diesen engmaschigen Prüfprozess ermöglichen wir über den EVC Mezzanine Fonds institutionellen Investoren Zugang zu attraktiven Immobilieninvestitionen in der Assetklasse Real Estate Debt - und sind dadurch gleichzeitig in der Lage, Projektentwickler und Bestandshalter bei ihren Finanzierungsvorhaben zu unterstützen.

## Mezzanine-Kapital immer gefragter

Diese Unterstützung nimmt eine immer entscheidendere Rolle in der Immobilienwirtschaft ein. Laut einer Umfrage von Engel & Völkers Investment Consulting sehen sich Projektentwickler und Bauträger zunehmend mit Problemen hinsichtlich der Finanzierung ihrer Immobilien-Entwicklungen konfrontiert: Über die Hälfte der befragten Entwickler äußerte, dass sie aus Gründen der Finanzierbarkeit im Jahr 2020 Transaktionen abrechnen mussten. Alternative Finanzierungen sind daher gefragt. Diesen Trend beobachten wir auch bei Engel & Völkers Capital: Im ersten Halbjahr 2021 lag die Zahl der bei uns eingegangenen Finanzierungsanfragen signifikant über dem Durchschnitt der letzten Quartale. Insgesamt gehen wir von einer Anfragezunahme zwischen 20 bis 25 Prozent in diesem Jahr aus. Besonders Mezzanine-Kapital wird verstärkt von Projektentwicklern, Bauträgern und Bestandshaltern nachgefragt. Gründe dafür sind die zahlreichen Vorteile, die das Finanzierungsinstrument mit sich bringt.

So ermöglicht es Kapitalnehmern, ihre Eigenkapitalbasis zu stärken, ohne ihre Bilanz durch einen klassischen Kredit zu belasten. Neben der Bilanzoptimierung wird Mezzanine-Kapital häufig genutzt, um die Finanzierungsstruktur einer Projektentwicklung zu verbessern. Denn klassische Finanzierer wie Banken und Kreditinstitute stufen Mezzanine-Kapital in den meisten Fällen als wirtschaftliches Eigenkapital ein, da vorhandene Kreditsicherheiten bestehen bleiben und damit die Basis für eine positive Risikobewertung bilden.

## Mezzanine-Kapital kann Kapitalkosten insgesamt sogar verbilligen

Das höher verzinsten Mezzanine-Kapital kann sogar (im Vergleich zum Bankdarlehen und anstelle von echtem Eigenkapital des Investors oder Projektentwicklers) die insgesamt anfallenden Kapitalkosten eines Projektes senken, da die aus Sicht der Banken höhere Eigenkapitalbasis (durch Aufnahme von Mezzanine-Kapital) eine meist kostengünstigere und gegebenenfalls sogar höhere Kreditaufnahme ermöglicht. Die Mischfinanzierung aus Bankkredit und Mezzanine-Darlehen führt aus diesen Gründen häufig auch zu besseren Konditionen für Anschlussfinanzierungen. Gleichzeitig müssen Projektentwickler bei dieser Form der Eigenkapitalergänzung keine Einflussnahme von Dritten befürchten. In diesem Zusammenhang ist zu beachten: Klassisches privates Beteiligungskapital geht meist einher mit der Aufnahme neuer Gesellschafter in das Unternehmen, die mit ihren Stimmrechten Einfluss auf dessen Geschäftsmodell nehmen. Darüber hinaus müssen im Erfolgsfall Gewinnanteile an die Geldgeber abgeführt werden und stehen somit nicht für weitere Investitionen zur Verfügung. Durch die Nutzung von Mezzanine-Kapital sind Immobilienunternehmen in der Lage, wirtschaftliches Wachstum zu finanzieren, ohne den eigenen Handlungsspielraum zu limitieren und Gesellschaftsanteile zu verwässern. Mischfinanzierungen gehen zudem mit einer Diversifikation von Finanzierungsquellen und Kreditlaufzeiten einher und begünstigen damit die Risikostreuung des betreffenden Unternehmens.

Es lässt sich festhalten: Projektentwickler und Bestandshalter greifen aufgrund der hier beschriebenen Vorteile gegenüber anderen Darlehensformen vermehrt auf Mezzanine-Kapital zurück, um bestehende Finanzierungslücken zu schließen. Auf Basis dieser Entwicklung etabliert sich ein stark wachsender Markt für Real Estate Debt, der für entsprechende Anlageprodukte wie den EVC Mezzanine Fonds einen stabilen Dealflow generiert. Für institutionelle Investoren, die neue Renditequellen erschließen und über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg allokalieren wollen, bietet Mezzanine-Kapital daher eine attraktive Alternative zu direkten Immobilieninvestitionen – zumal der Markt für Core-Immobilien aktuell begrenzt ist und der zunehmende Wettbewerb zu einer deutlichen Renditekompression in diesem Anlagefeld geführt hat. Die Beteiligung an Mezzanine-Finanzierungen, sei es über regulierte Anlagevehikel oder Separate Managed Accounts, bietet im Gegensatz dazu die Chance auf attraktive Renditen bei kurzen Laufzeiten.

### Kontakt:

Engel & Völkers Capital AG  
Große Elbstraße 61  
22767 Hamburg

Tel.: +49-40-524 71 71 0  
E-Mail: [info.capital@engelvoelkers.com](mailto:info.capital@engelvoelkers.com)



**Jörg Scheidler**  
Vorstandsmitglied

Stefan Bauer, Franklin Templeton

Mittelstandskredite (Middle Market Direct Lending) haben sich in den letzten zwanzig Jahren zu einer ausgereiften Anlageklasse entwickelt. Eine Strategie in dieser Anlageklasse bietet das Potenzial im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren, risikoadjustiert laufende Erträge zu generieren. Darüber hinaus weist diese Anlageklasse sowohl eine niedrigere Korrelation als auch eine geringere Volatilität im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen auf. Angesichts der zunehmenden Anzahl an Investoren, die in diese Assetklasse investieren, kommt der Auswahl eines versierten Managers eine hohe Bedeutung zu.

Grundsätzlich gibt es zwei Wege der Direktkreditvergabe (Direct Lending): ‚Sponsored‘ und ‚Non-Sponsored‘. Diese Unterscheidung ist besonders wichtig, da beide Optionen spezifische Merkmale aufweisen.

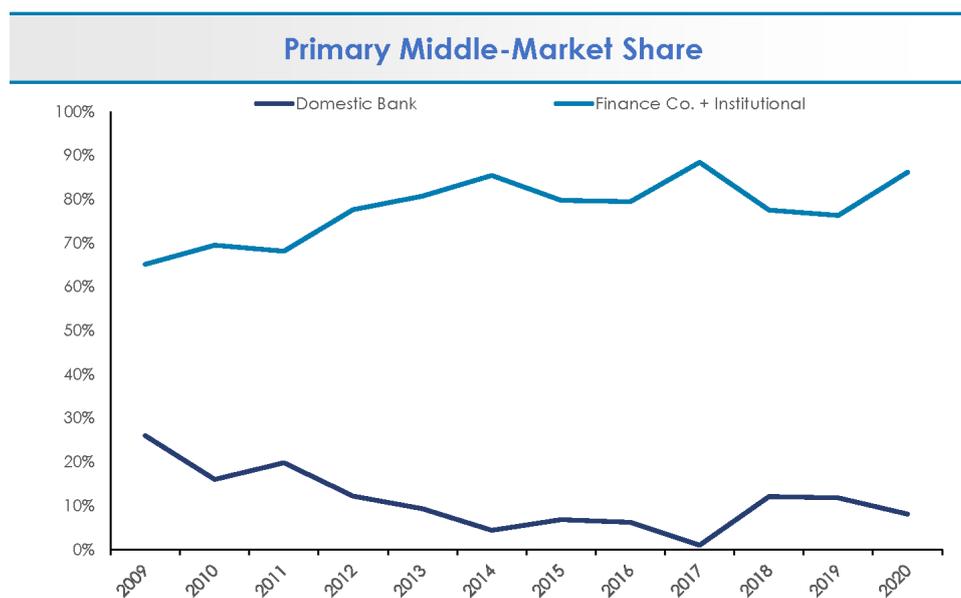
## Sponsored Transaktionen

Der Begriff „Sponsor“ bedeutet, dass eine Private-Equity-Gesellschaft eine signifikante Eigenkapitalbeteiligung an einem Unternehmen sowie die Kontrolle oder den Einfluss auf die Geschäftsführung hat. Das Geschäftsmodell einer Private-Equity-Gesellschaft besteht vor allem darin, Mehrheitsbeteiligungen oder kontrollierende Anteile an Unternehmen zu erwerben, deren Wert zu maximieren und sie zu einem späteren Zeitpunkt mit Gewinn zu veräußern. Zur Finanzierung dieser Übernahmen und der wertsteigernden Veränderungen benötigt die PE-Gesellschaft Fremdkapital. Da sie Eigentümerin des Unternehmens ist, das den Kredit aufnimmt, wird die Private-Equity-Gesellschaft als „Sponsor“ des Geschäfts bezeichnet.

Sponsored Deals haben aus Sicht des Kreditnehmers klare Vorteile. Dazu zählen der Zugang zu Fremdmitteln, ein effizienter Due-Diligence-Prozess sowie eine inhärente Eigenkapitalstärkung. Dementgegen stehen Nachteile, die sich in einem schärferen Wettbewerb unter Kreditgebern und einem geringeren Gläubigerschutz in den Vertragsunterlagen äußern.

## Vorteile Investitionsangebote

Die Konsolidierung unter den Geschäftsbanken hat dazu geführt, dass diese sich weniger auf den Mittelstand konzentrieren. Wie aus den S&P-LCD-Daten im nachstehenden Schaubild hervorgeht, haben die Geschäftsbanken in den Vereinigten Staaten, die traditionell die wichtigste Kapitalquelle für mittelständische Unternehmen waren, ihren Marktanteil am Kreditvolumen für den Mittelstand aus einer Reihe von Gründen erheblich verringert - u. a. aufgrund von Konsolidierung, Kreditausfällen und einer strengeren aufsichtsrechtlichen Kontrolle, die zu einer erheblichen Verschärfung der Kreditstandards geführt hat. Viele Finanzinstitute, die in der Vergangenheit Kredite an mittelständische Unternehmen vergeben haben, sind gescheitert oder wurden aufgekauft, und wir gehen davon aus, dass größere Finanzinstitute sich jetzt stärker auf Konsortialkredite an größere Unternehmen konzentrieren und Kapital für Geschäftsbereiche bereitstellen, die Gebühreneinnahmen generieren und ein geringeres Bilanzrisiko beinhalten. Wir sind der Ansicht, dass diese Marktdynamik uns zahlreiche Möglichkeiten bietet, neue Fremd- und Eigenkapitalinvestitionen in Unternehmen des Mittelstands zu tätigen.



Quelle: "1Q 2021 LCD High End Middle Market Review."

## Effizienter Prozess

In Bezug auf die Due Diligence und Ausführung sind Geschäfte mit Sponsored Deals für die Gläubigerfirmen oft weniger arbeitsintensiv. Der Sponsor bietet Kreditgebern in der Regel Zugang zu einem geschützten Datenraum. Im Wesentlichen kann der Kreditgeber bei der Datensammlung und Aufarbeitung, professionellem Berichtswesen, Überprüfung der Geschäftsleitung, Analyse der Businesspläne und laufender Überwachung, die Researchergebnisse der Private-Equity-Gesellschaft für eigene Prüfungszwecke nutzen. Das alles führt zu einer zügigen Due Diligence sowie Umsetzung und gilt im Vergleich zu Non-Sponsored Deals als deutlich effizienter.

## Inhärente Eigenkapitalstärkung

Im Rahmen der Kreditvergabe an ein gesponsertes Unternehmen profitiert der Gläubiger von der umfassenden Validierung der zugrundeliegenden Fundamentaldaten durch einen erfahrenen Finanzsponsor. Oft handelt es sich um Unternehmen mit guter Bonität, was in einer soliden Kreditqualität zum Ausdruck kommt.

## Nachteile

### Wettbewerb

Im Jahr 2019 agierten 964 aktive Fondsmanager am Private Debt-Markt, von denen 317 Direct Lending Fonds waren. Der überwiegende Anteil der Manager fokussierten sich aus den oben angeführten Vorteilen auf Geschäfte mit einem Sponsor.

### Geringerer Gläubigerschutz

Angesichts des dynamischen Wettbewerbs sind Anleger gegebenenfalls dazu gezwungen, im Rahmen des Geschäftsabschlusses bei der Preisgestaltung oder den vereinbarten Konditionen Zugeständnisse zu machen. Zählt ein Unternehmen nicht zu den führenden Kreditgebern, besitzt es oftmals nur einen geringen Einfluss auf die Konditionsgestaltung. Bei den Sponsoren handelt es sich in der Regel um äußerst erfahrene Geschäftspartner, deren primäre Zielsetzung die Maximierung ihrer Eigenkapitalrendite ist.

## Non-Sponsored Transaktionen

Im Rahmen dieser Transaktionen ist kein Private-Equity-Unternehmen beteiligt. Ähnlich wie bei Bankkrediten besteht bei Verträgen ohne Sponsor ein direktes Vertragsverhältnis zwischen dem Kreditgeber und dem Kreditnehmer. Klassische Beispiele für Kreditnehmer sind „sogenannte „Orphan“-Gesellschaften, Familienunternehmen oder Unternehmer, die ein starkes organisches Wachstum aufweisen. Zu den Vorteilen von Non-Sponsored Krediten zählen: bessere Kreditbedingungen, ein geringerer Verschuldungsgrad sowie vorteil-

haftere Konditionen. Somit stellt sich die Frage, warum nicht jeder Fondsmanager in größerem Umfang in Non-Sponsored Deals investiert. Die Krux liegt unserer Erfahrung nach darin, dass das Sourcing und die Due Diligence bei dieser Art der Kredite mehr Know-how, Zeit und Kapazitäten in Anspruch nimmt.

## Vorteile

### Bessere Kreditvereinbarungen

Ein Kreditgeber kann in der Regel einen Kreditvertrag mit für ihn günstigeren Schutzklauseln aufsetzen, wenn er die Vertragsbedingungen direkt mit einem Unternehmen ohne Sponsor aushandelt. Ferner stellen wir fest, dass Unternehmen ohne Sponsor weniger darauf fokussiert sind, möglichst viel Fremdkapital aufzunehmen, was zu einer deutlich besseren Kreditqualität führt.

### Bessere Konditionen

Bei Non-Sponsored Deals wird generell eine höhere Illiquiditätsprämie verlangt als bei Sponsored Deals. Das liegt darin begründet, dass es eine geringere Zahl von Kreditgebern gibt, die in der Lage sind, im Bereich der Non-Sponsored Deals die erforderlichen Voraussetzungen des Sourcings, der operativen Prozesse und der in Verbindung mit der Prüfung der nötigen Ressourcen zu erfüllen. Das Wettbewerbsumfeld ist dadurch vergleichsweise besser.

## Nachteile

### Sourcing

Das Angebot an Non-Sponsored Deals ist geringer. Der Marktzugang ist schwieriger und es erfordert zudem ein gutes Netzwerk aus kleineren Finanzintermediären, Unternehmensvermittlern, unabhängigen Unternehmen, regionalen Banken und Finanzberatern.

### Zeitintensiv

Bei Kreditgeschäften ohne Sponsor ergeben sich oftmals operative Komplikationen. Im Gegensatz zu von Sponsoren geleiteten Transaktionen besteht hier kein lückenlos dokumentierter Datenraum. Zudem haben diese Unternehmen häufig noch nie Kapital von institutionellen Anlegern aufgenommen. Es obliegt dem Kreditgeber, Due Diligence auf Private-Equity-Niveau durchzuführen, wozu dieser ein Investmentteam mit speziellen Kenntnissen benötigt. Dieser Umstand hat Auswirkungen auf den zeitlichen Aufwand, der für das Sourcing, die Due Diligence und den Geschäftsabschluss aufzubringen ist.

## Drei Erfolgskriterien

Die meisten Direct Lending Manager haben sich entweder für eine Spezialisierung auf Sponsored oder Non-Sponsored Deals entschieden. In den seltenen Fällen, in denen ein Manager bewusst beide Strategien umsetzt, sind aus unserer Sicht die folgenden Bedingungen relevant:

### Robuster Abschluss von Kreditgeschäften

Um die künftige Entwicklung eines Unternehmens korrekt zu erfassen, muss ein Manager eine gründliche Analyse insbesondere folgender Aspekte durchführen: Marktumfeld, Fundamentaldaten des Unternehmens, Entwicklungsfaktoren im Jahresabschluss, Ertragsqualität, Kapitalstruktur, Liquidität und die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Ausstiegs. Über die Fundamentaldaten des Investments hinaus sollte der Manager in der Lage sein, komplexe Kreditverträge frei und unabhängig zu verhandeln; dazu gehört die Prüfung der rechtlichen Struktur, der Kreditsicherheiten, Kreditbedingungen, Vereinbarungen zwischen Gläubigergruppen usw.

### Auftrag und angemessene Größe

Um Due-Diligence-Prüfungen für beide Transaktionsformen durchzuführen, sind umfangreichere Personalressourcen in Form eines erfahrenen Investmentteams unter anderem für die Begleitung von komplexeren Transaktionen erforderlich. Darüber hinaus kann der Manager damit Transaktionen jeglichen Volumens durchführen. Unserer Einschätzung nach schätzen Kreditnehmer ein Serviceangebot „aus einer Hand“, das ihren gesamten Finanzbedarf einschließlich erstrangiger, zweitrangiger und unbesicherter Transaktionsarten abdeckt.

### Sourcing

Beim Sourcing ist es besonders entscheidend, über ein eigenes Beziehungsnetzwerk mit Sponsoren und Intermediären zu verfügen.

## Fazit

Sponsored oder Non-Sponsored Deals bieten jeweils Vor- und Nachteile. Ein erfahrener Fondsmanager ist in der Lage, beide Varianten abzudecken und ermöglicht es, dass sich die jeweiligen Qualitäten beider Lösungen ergänzen.

**Erfahren Sie mehr**

## Kontakt:

*Franklin Templeton*

*Tel.: 069 27223-557*

*E-Mail: [institutional@franklintempleton.de](mailto:institutional@franklintempleton.de)*

*[www.franklintempleton.de](http://www.franklintempleton.de)*



**Stefan Bauer**

*Geschäftsführer & Country  
Head Germany*

## Wichtige Hinweise:

Dieses Dokument ist lediglich als allgemeine Information gedacht und nicht als Rechts-, Steuer- oder Anlageberatung bzw. -empfehlung anzusehen; es handelt sich hierbei auch um kein Angebot von Anteilen, keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen oder zur Anwendung einer Anlagestrategie. Es stellt keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind die des Investmentmanagers, und die Kommentare, Ansichten und Analysen entsprechen dem Datum der Veröffentlichung und können sich ohne Ankündigung ändern. Die hierin aufgeführten Informationen stellen keine vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region oder einen Markt dar. Alle Anlagen sind mit Risiken behaftet, auch einem möglichen Verlust der Anlagesumme.

Abhik Das, Head of Private Debt, Golding Capital Partners

Private Debt ist im Kommen, und der Trend, der schon seit einigen Jahren anhält, hat sich infolge der Corona-Pandemie nochmals beschleunigt. Während das Angebot an großen und kleineren Transaktionen stark wächst, etablieren sich zunehmend auch Private Debt-Co-Investments als interessante Anlageklasse. Diese Möglichkeit, sich an der Seite eines Private Debt-Fonds direkt an einzelnen Transaktionen zu beteiligen, bietet große Chancen, stellt aber auch hohe Anforderungen an den Co-Investment-Partner

Corporate Private Debt – die direkte Kreditvergabe an Unternehmen durch Private Debt-Fonds und damit nicht durch Banken – ist auf dem Weg, auch in Europa zur wichtigsten Finanzierungsform für mittelständische Unternehmen zu werden. Der Hauptgrund dafür ist das Verschwinden des klassischen Unternehmenskredits. Die Banken ächzen unter dem immer größeren Druck des Regulators, ihre Eigenkapitaldecken zu stärken, und tragen zugleich schwer an weiterhin relativ großen Volumina problematischer Kredite in ihren Bilanzen. Die Institute konzentrieren ihr Kreditgeschäft daher zunehmend auf die größten Konzerne unter ihren Unternehmenskunden und vergeben damit immer weniger Darlehen an mittelständische Unternehmen.

Zugleich stehen die Institute unter starkem Kostendruck, und es fehlen ihnen häufig die Kapazitäten selbst für die Betreuung ihrer besten Schuldner. Die Corona-Pandemie hat dieser Entwicklung zusätzlich Vorschub geleistet. Wenn Unternehmen in Liquiditäts-

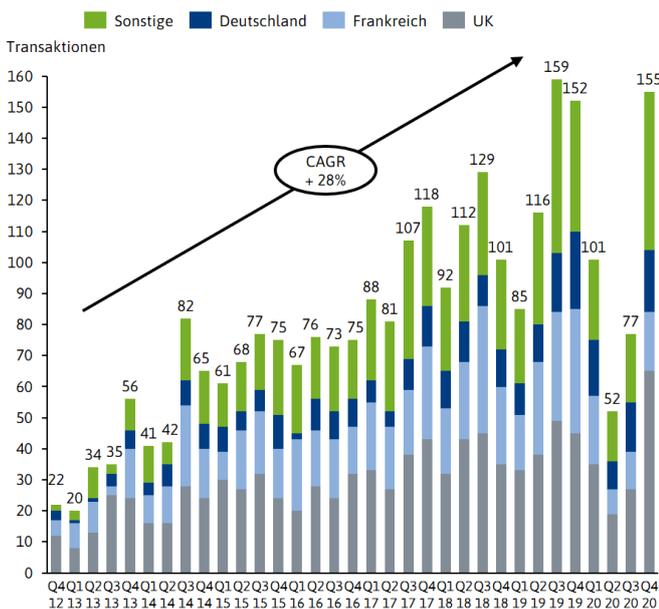
engpässe gerieten und bestimmte Kreditvertragsklauseln verletzt, wurde im Zweifel der Vertrag gekündigt – auch wenn das Unternehmen ein zukunftsfähiges Geschäftsmodell und eine gute Marktposition vorweisen konnte. Tatsächlich hat sich der durchschnittliche Verschuldungsgrad bei vielen Unternehmen gegenüber der Zeit vor der Pandemie sogar verringert – kein objektiver Grund also, Mittelständlern pauschal den Geldhahn zuzudrehen.

## Fonds springen in die Bresche

In die Bresche springen zunehmend Private Debt-Fonds. Sie übernehmen nur zu gerne das von den Banken verschmähte Geschäft der Kreditvergabe an solide Firmen, das gerade in den letzten Monaten ein immer günstigeres Chance-/Risiko-Profil aufweist. Die Fonds zeigen sich mittlerweile oft als treuerer Partner als die klassische Hausbank. Sie begleiten die Entwicklung von Unternehmen langfristig, vermeiden es, vorzeitig die Reißleine zu ziehen, und schießen in schwierigen Fällen auch Geld nach, gerade wenn sie von einem Geschäftsmodell überzeugt sind.

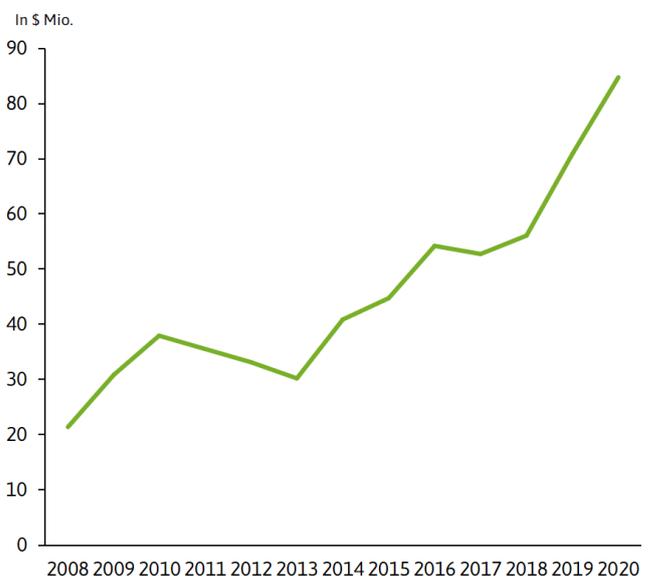
Getragen von dieser Entwicklung hat sich die Zahl der Private Debt-Transaktionen in Europa in den letzten acht Jahren fast verachtfacht – auf 155 im Schlussquartal 2020. Der traditionell größte Private Debt-Markt Großbritannien verliert dabei an Gewicht, und Deutschland ist auf gutem Wege, dem zweitgrößten Markt Frankreich den Rang abzulaufen. Zugleich werden weltweit die einzelnen Deals immer größer. Sie wuchsen auf durchschnittlich über 80 Millionen Dollar im abgelaufenen Jahr – eine Vervierfachung gegenüber 2008.

## Private Debt-Transaktionen in Europa



Quelle: Deloitte Alternative Lender Deal Tracker Spring 2021 und Altium, Stand 2021 sowie Preqin Global Private Debt Report 2020.

## Durchschnittliche Transaktionsgrößen - global

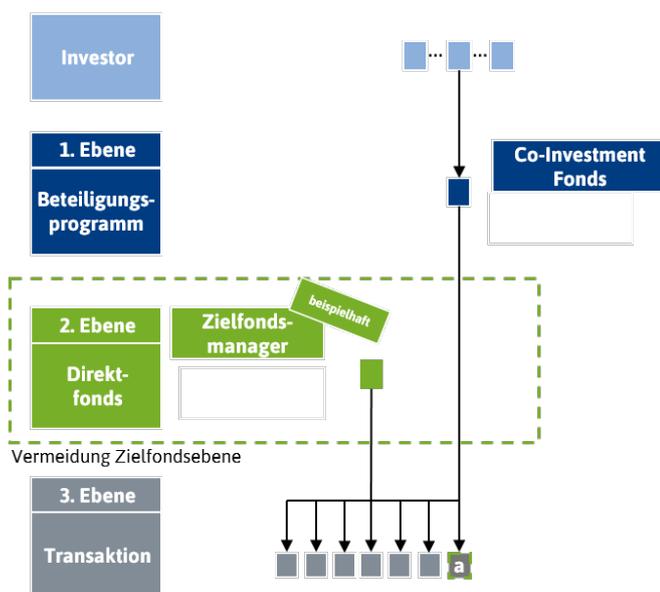


Der Trend zur Mittelstandsfinanzierung durch Private Debt-Fonds in Europa dürfte sich fortsetzen, da die Unternehmen zunehmend auf Mittel abseits klassischer Bankkredite angewiesen sind. Das gilt auch für Deutschland, das bei der relativen Bedeutung von Private Debt anderen europäischen Ländern noch hinterherhinkt, insbesondere den nordischen Ländern. Einen Hinweis, wo die Reise hingehen könnte, liefern die USA, wo sich Private Debt längst als die dominierende Finanzierungsform für kleinere Firmen etabliert hat – also für alle Firmen, die nicht den Zugang zum Kapitalmarkt oder zum liquideren, breit syndizierten Kreditmarkt haben.

## Günstiger Zugang

Während in der Regel nur große institutionelle Investoren über die Kapazitäten verfügen, entsprechende Transaktionen alleine zu stemmen, können kleinere Anleger über Beteiligungen an Private Debt-Fonds an der Dynamik der Anlageklasse partizipieren – wobei allerdings die entsprechenden Gebühren einen Teil der erwarteten Rendite aufzehren. Als Alternative bieten sich in letzter Zeit zunehmend Co-Investments an, bei denen Private Debt-Fonds (als sogenannte General Partner) die Investoren in ihren jeweiligen Fonds (sogenannte Limited Partner) die Möglichkeit geben, zusätzlich zur Fondsinvestition sich an spezifischen Transaktionen direkt zu beteiligen. Vor dem Hintergrund steigender Transaktionsgrößen erlaubt das dem General Partner, zu hohe Konzentrationen in seinem Portfolio zu vermeiden oder überhaupt das notwendige Kapital für bestimmte Private Debt-Transaktionen aufzubringen, die immer häufiger Volumina von mehreren hundert Millionen Euro erreichen.

## Struktur eines Private Debt-Co-Investments



Der Co-Investor beteiligt sich an der Seite des General Partners also direkt an einer einzelnen Transaktion und vermeidet in der Regel die Gebühren, die bei einer Fondsbeteiligung anfallen würden. Als Limited Partner erhält er vollen Zugriff auf alle Informationen zu Geschäftsmodell, Finanzzahlen und Planungen des Kreditnehmers. Diese Transparenz ist ein entscheidender Vorteil, um das Risiko-/ Rendite-Profil eines Private Debt-Portfolios zu verbessern. Zudem verteilt sich der Due-Diligence-Aufwand auf die beiden Partner.

Zwar bietet ein Co-Investment zahlreiche Vorteile, jedoch muss ein Investor auch eine Reihe von Anforderungen erfüllen, um sich als Limited Partner zu qualifizieren. So erwartet ein Lead Investor in der Regel eine relativ zügige Antwort auf ein Co-Investment-Angebot. Um eine Transaktion schnell zu prüfen und eine angemessene Selektivität in Bezug auf die Fülle an Opportunitäten sicherzustellen, benötigt der Co-Investor einiges an Inhouse-Kapazitäten in Form von Mitarbeitern, die über Erfahrung mit Private Debt-Transaktionen verfügen und zudem verschiedene Märkte und Geschäftsmodelle beurteilen können.

## Eingehende Prüfung von Kreditnehmer und Partner

Bei der Due Diligence eines Private Debt-Co-Investments wird eingehend geprüft, wie stabil das Geschäftsmodell des Kreditnehmers ist, welche Position er auf dem Markt hat, auf dem er tätig ist, und welche Eintrittsbarrieren diese Position absichern. Die Chancen und Wachstumsperspektiven dieses Markts werden unter die Lupe genommen, und dabei werden auch gesellschaftliche und regulatorische Trends berücksichtigt, die sich vorteilhaft oder nachteilig auswirken können. Selbstverständlich geht es auch um die Kapitalstruktur des Unternehmens, ob der zu erwartende Cashflow für Zins und Tilgung ausreicht, und welche Kreditsicherungsklauseln und Sicherheiten im Fall eines Zahlungsausfalls greifen. Gerade Covenants im Kreditvertrag müssen genau geprüft werden, denn nicht unbedingt bieten sie im Ernstfall tatsächlich den erhofften Schutz vor Verlusten.

Eine gesonderte Rolle spielen Nachhaltigkeitsaspekte bei der Due Diligence. Während ESG (Environmental, Social, Governance)-Kriterien zunehmend wichtige Entscheidungsparameter für ein Investment werden, ist die entsprechende Regulierung gerade erst im Entstehen und das entsprechende Reporting noch rudimentär und uneinheitlich. Umso wertvoller ist der direkte Einblick in den Kreditnehmer, um zu beurteilen, welchen Stellenwert beispielsweise Nachhaltigkeit im Unternehmen hat und welche ESG-Risiken möglicherweise lauern.

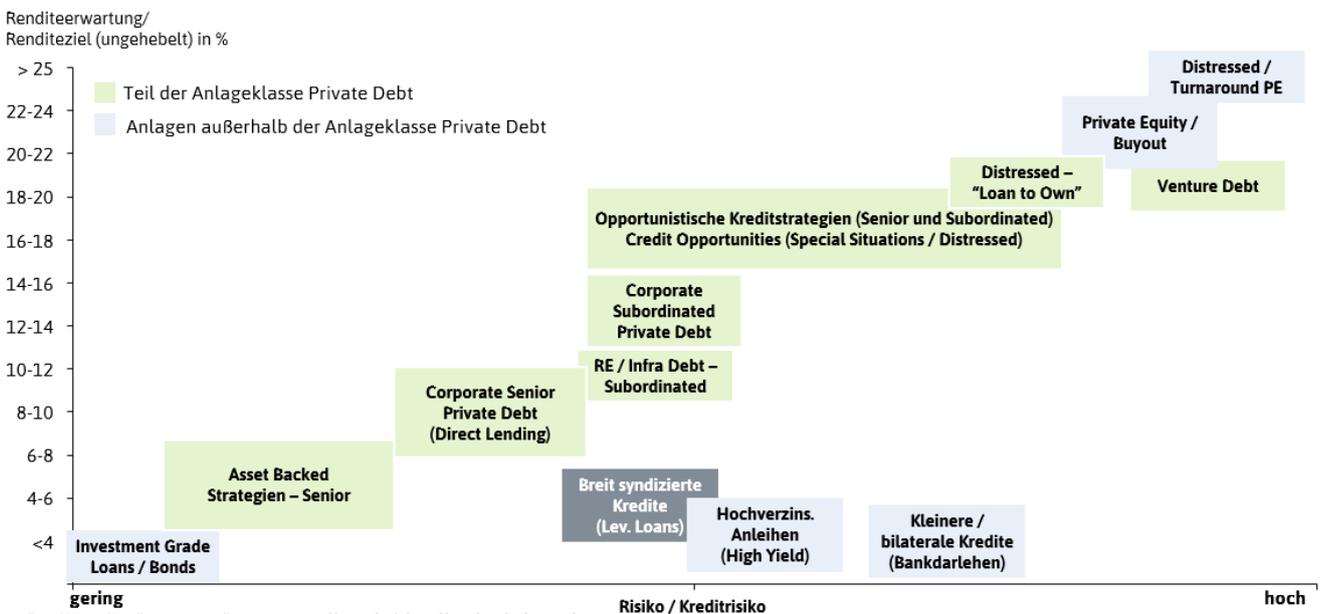
Zwar führen die Partner in einem Co-Investment jeweils eine eigene Due Diligence für eine Transaktion durch, nutzen aber natürlich immer die Möglichkeit, Informationen auszutauschen. Vor allem für den Co-Investor bedeutet das einen erheblich geringeren Aufwand im Vergleich zu einer alleinigen Private Debt-Transaktion. Allerdings bietet es sich an, auch den General Partner einer internen Prüfung zu unterziehen, da mit dem Wachstum des Private Debt-Segments auch neue Fonds auf den Markt gekommen sind, die nicht in jedem Fall über die notwendigen Erfahrungen verfügen.

So kann es sinnvoll sein, neben der historischen Performance besonderes Augenmerk auf die Entwicklung des Fonds gerade während der Corona-Pandemie zu legen. Gerade in solchen Krisensituationen trennt sich die Spreu vom Weizen; sie ermöglicht letzten Endes auch eine deutlich differenziertere Betrachtung über die Performance der einzelnen Fonds. Auch Erfahrung und Referenzen der Teammitglieder und deren Performance in früheren Tätigkeiten können Hinweise geben. Zuletzt spielt auch die Incentivierung eine wichtige Rolle: Wenn die Fondsmanager mit eigenem Geld investiert sind (was fast immer der Fall ist), gewährleistet das Interessensgleichheit mit dem Co-Investor.

## Diversifizierung ist Trumpf

Aufgrund hoher Mindestanlageschwellen und Anforderungen an Expertise und Due Diligence-Kapazitäten ist kleineren Investoren der direkte Zugang zu Co-Investments mit Private Debt-Fonds in der Regel verwehrt. Dann bietet sich eine Beteiligung an einem Co-Investment-Programm an, wie es bestimmte Vermögensverwalter mit Private Debt-Expertise und guten Beziehungen zu entsprechenden Fonds anbieten. Investoren in ein solches Programm profitieren von einer „doppelten Due Diligence“ durch General und Limited Partner. Co-Investment-Programme erleichtern es zudem, Klumpenrisiken aus dem Weg zu gehen, weil sie über ein Portfolio aus mehreren Private Debt-Co-Investments verfügen. Idealerweise bietet solch ein Portfolio eine ausgewogene Diversifizierung über unterschiedliche Manager, Sektoren, Strategien und Geographien. Einen Überblick über verschiedene Private Debt-Strategien gibt die nachfolgende Grafik. Diese unterscheiden sich teils erheblich in ihrem Risiko-/Rendite-Profil. Während z.B. Asset Backed-Strategien mit geringem Kreditrisiko und bescheidenen Renditeerwartungen mit klassischen Obligationen vergleichbar sind, ist Venture Debt eine eher spekulative Strategie, bei der üppigen Renditezielen höhere Ausfallrisiken gegenüberstehen. Im Mittelfeld positioniert sich die Strategie Corporate Senior Private Debt, die erstrangig besicherte Darlehen direkt an Unternehmen vergibt.

### Relative Positionierung von Private Debt im Rendite-/Risiko-Spektrum (illustrativ)



Banken dürften auf mittlere Sicht ihre Rolle als wichtigste Financier des Mittelstands in Europa an Private Debt-Fonds abgeben – auch bei der Finanzierung von Unternehmen mit starkem Geschäftsmodell und führender Position in einem attraktiven Markt. Co-Investing wird als interessante Alternative zu einem Fondsinvestment weiter an Bedeutung gewinnen, da es sich positiv auf Kostenstruktur und Rendite des Portfolios auswirkt und zudem die Transparenz von Transaktionen und Schuldnern verbessert. Steigende Volumina und eine wachsende Zahl von Private Debt-Transaktionen am Markt bieten immer bessere Chancen, attraktive Deals zu finden. Mit zunehmender Vielfalt kommt jedoch auch einer professionellen Due Diligence sowohl der einzelnen Transaktionen als auch der Lead-Investoren eine immer größere Bedeutung zu.

### Kontakt:

*Golding Capital Partners GmbH  
Einsteinstraße 172  
81677 München  
[www.goldingcapital.com](http://www.goldingcapital.com)*



**Abhik Das**  
*Managing Director,  
Head of Private Debt  
Tel.: +49 89 419 997-252  
E-Mail: [das@goldingcapital.com](mailto:das@goldingcapital.com)*

### Jahrgang 21 – Ausgabe IV

Verantwortliche Redakteure:

**Frank Dornseifer**

**Christina Gaul**

Erscheinungsweise:

alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn

Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790

[www.bvai.de](http://www.bvai.de)

[info@bvai.de](mailto:info@bvai.de)

### Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgesprächs mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

### Satz & Layout

SimpleThings GmbH

Münsterstraße 1 · 53111 Bonn

[www.simplethings.de](http://www.simplethings.de)

[info@simplethings.de](mailto:info@simplethings.de)

Anja Katharina Jegen, Senior Portfolio Manager Transactions & Strategy Real Assets, Helaba Invest

Direct Lending hat sich in den letzten 30 Jahren in den USA und in Europa zum größten Subsegment im Bereich Private Debt entwickelt. Gleichzeitig sind die Übergänge zwischen den Subsegmenten noch häufig fließend. Direct Lending bietet den Zugang zu attraktiven Renditekomponenten, stetigen Erträgen und Widerstandsfähigkeit in Zeiten von wirtschaftlichem Stress. Die Beimischung von Direct Lending zu festverzinslichen Wertpapieren verbessert das Risiko-Ertrags-Verhältnis von traditionell ausgerichteten Portfolios institutioneller Anleger. Voraussetzung für einen erfolgreichen Zugang ist eine weitreichende Erfahrung bei der Selektion der Investments sowie ein breites Netzwerk in einem wenig standardisiertem Markt.

Für institutionelle Investoren hat sich in der Historie in einem wachsenden Wirtschaftsumfeld eine klare Asset Allokation in Aktien bzw. Anleihen als Renditebringer bzw. stabile Einkommenskomponente etabliert. Das aktuelle Aktien- und Zinsumfeld eröffnet den Wunsch dieser Anleger, neue Renditequellen zu erschließen und die Allokation in Alternative Assetklassen auszuweiten. Von Seiten der institutionellen Investoren aber auch von Seiten der Unternehmen hat so das Marktsegment Private Debt als Anlage- bzw. als Finanzierungsinstrument an Bedeutung zugenommen.

Private Debt umfasst mehrere Subsegmente, darunter Direct Lending, Special Situations und Distressed Debt. Alle Subsegmente bieten Finanzierungslösungen für Kreditnehmer, deren Zugang insbesondere im kleineren „Small/Mid Cap-Segment“ zum traditionellen Bankenmarkt oder den Kapitalmärkten beschränkt oder ausgeschlossen ist. Direct Lending stellt mit rd. 40% des Volumens das größte Subsegment.<sup>1</sup>

Direct Lending bezieht sich auf Kreditgeber aus dem Nichtbankensektor, die ohne Einschaltung von Intermediären Kredite an Unternehmen vergeben. In der engen Definition umfasst dies erstrangig besicherte Kredite. Die weitere Definition deckt ein breiteres Spektrum an Finanzierungsinstrumenten innerhalb der Kapitalstruktur von Unternehmen ab. Diese reichen von Senior Loans über Stretched Senior, Second Lien, Mezzanine, Unitranche bis hin zu Warrants und Co-Investments. Die Unternehmensgröße im Small/Mid Cap-Segment, häufig gemessen in EBITDA-Kennzahlen, wird hier nicht eindeutig abgegrenzt. Häufig werden Bandbreiten von USD 20 – USD 100 Mio. betrachtet.

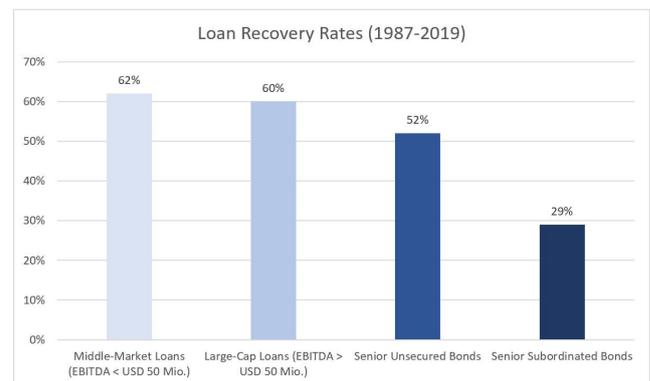
Folgende Darstellung bietet einen einführenden Überblick zu den Charakteristika der Assetklasse.

## Attraktives Rendite- Risikoprofil

### a) Strenge Kriterien bei der Auswahl der zu finanzierenden Unternehmen

Wichtiger als die absolute Größe der Unternehmen sind die strengen Auswahlkriterien der zu finanzierenden Unternehmen, wie Marktführerschaft, Stabilität der Ertragslage, stabile bzw. ausreichende Cash Conversion, aber auch qualitative Faktoren, die in den Bereich der Governance fallen. Dazu gehören etablierte Strukturen in der Unternehmensführung (CEO, CFO) und Überwachung (Aufsichtsrat). Einen guten Indikator für das Ergebnis dieser strengen Auswahlkriterien im Bereich Direct Lending liefert die Recovery Rate<sup>2</sup> im „Mid Cap Market“. Diese hat im Vergleich mit dem „Large Cap Market“ oder mit Kapitalmarktinstrumenten historisch betrachtet die besten Ergebnisse geliefert (Abbildung 1).<sup>3</sup>

Abbildung 1



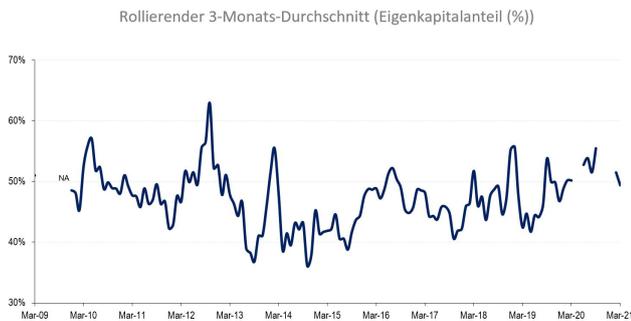
<sup>2</sup> Realisierungsquote bei Forderungsausfällen

<sup>3</sup> S&P Global LossStats, LCD, an offering of S&P Global Market Intelligence: After epic credit cycle, recoveries on defaulted debt point lower, 29. September 2020 (Recovery Rates als im Rahmen der Abwicklung erzielte Werte, abgezinst mit dem effektiven Zinssatz des Instruments, als Prozentsatz des Prinzipals berechnet)

<sup>1</sup> Preqin Pro, Stand Dezember 2020

Auch der Indikator „Eigenkapitalanteil bei der Finanzierung von Transaktionen“ in diesem Segment zeigt seit der Finanzkrise eine konservative Entwicklung und ist damit positiv zu werten (Abbildung 2).<sup>4</sup>

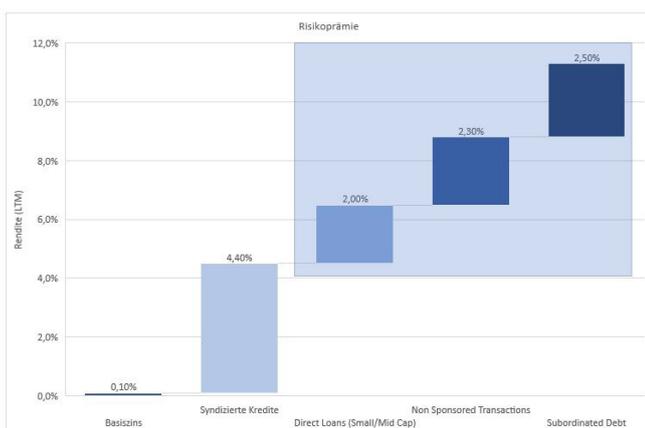
**Abbildung 2**



## b) Rendite-/Risikostruktur

Ausgehend von einem Referenz- oder Basiszins und einem Renditezuschlag im Bereich der syndizierten Kredite können im Bereich Direct Lending weitere Renditekomponenten beobachtet werden, die auf verschiedene Komplexitätsfaktoren zurückzuführen sind. Darunter fallen beispielsweise Zuschläge bei Transaktionen im Small/Mid Cap-Segment, Zuschläge bei Transaktionen, die nicht von Private Equity Managern geführt werden, sog. „Non Sponsored Transactions“ und Zuschläge, die an die Nachrangigkeit der Finanzierungsinstrumente gebunden sind (Abbildung 3).<sup>5</sup>

**Abbildung 3**



<sup>4</sup> S&P Global LCD, an offering of S&P Global Market Intelligence: LCD European Leveraged Buyout Review, Q1 2021, S. 55 (Hinweis: wegen der geringen Primärmarktaktivität in 2020 waren zeitweise keine aussagefähigen Daten verfügbar)

<sup>5</sup> Helaba Invest / Cliffwater LLC 2021 Q1 Report on U.S. Direct Lending, S. 6

Die Zusatzrendite bei Non Sponsored Transactions wird erzielt, wenn der Private Debt Manager die Merkmale einer Private Equity geführten Transaktion liefern kann. Dazu gehören z.B. neben einer klaren Strategie im Sourcing, eine tiefe und breite Due Diligence, die sorgfältige Aufstellung des Management Teams, die Beratung und Begleitung der Transaktion mit internen und externen Ressourcen und schließlich die Fähigkeit, Planabweichungen mit zusätzlichem Kapital und weiteren Ressourcen auszugleichen. Während die Mehrheit von auf Europa fokussierten europäischen Manager noch den Fokus auf Sponsored Transactions legt, ist die direkte Transaktionsgenerierung, mit dem damit verbundenen zusätzlichen Renditepotential, in den USA bereits sehr viel verbreiteter.

Die Beimischung von nachrangigen Finanzierungsinstrumenten oder Instrumenten mit Eigenkapitalcharakteristiken (Warrants, Co-Investments) stellt weitere Anforderung an die Fähigkeiten des Managers. Diese bedingen weitgehende und zykluserprobte Strukturierungserfahrung in Anlehnung an die Bedürfnisse des Unternehmens und eine gute Einschätzung der verkräftbaren Verschuldungshöhe unter verschiedenen Szenarien sowie Managementenerfahrung und werden mit einem Zuschlag belohnt.

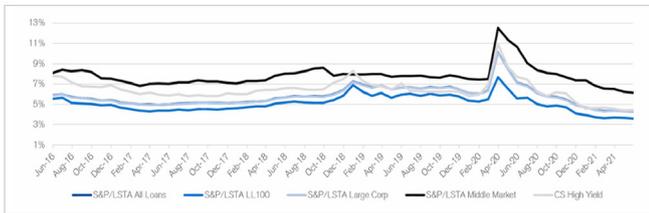
Einen Indikator für diese Zuschläge bzw. Prämien liefert der Vergleich der S&P Leveraged Loan Indizes mit dem Credit Suisse High Yield Index (Abbildung 4) <sup>6</sup>. Der S&P/LSTA Middle Market liegt deutlich über dem S&P/LSTA Large Cap oder dem CS High Yield. First Lien Middle Market Loans<sup>7</sup> liefern einen höheren Yield Spread pro Einheit Leverage als größere Transaktionen in den liquiden und illiquiden Marktsegmenten. First Lien und damit hohe Seniorität und Sicherheit im Fall eines Ausfalls führen durch den möglichen Zugriff auf die Werte des Unternehmens (z.B. Kassenbestand, Forderungen, Vorräte und Anlagevermögen, Anteile) bei möglichst niedrigen „Loan to Value Ratios“, zu einer Verringerung des (Ausfall-)Risikos.

Zu Beginn der COVID-Pandemie haben sich die Spreads in allen Marktsegmenten und so auch im Bereich Direct Lending ausgeweitet, konnten sich dann aber im Verlauf 2020 sehr viel schneller als in den Jahren nach der Finanzkrise auf ein normales Niveau begeben.

<sup>6</sup> S&P Global, LCD, an offering of S&P Global Market Intelligence; Credit Suisse High Yield Index

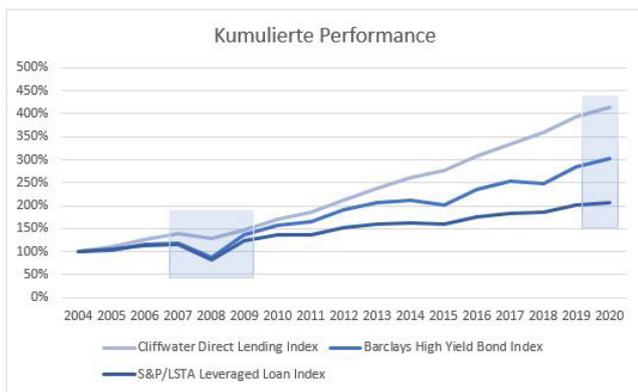
<sup>7</sup> Vorrangig oder erstrangig besicherte Darlehen

Abbildung 4



Im Vergleich zu High Yield Bonds und Leveraged Loans zeigt Direct Lending im Zeitverlauf sowie in Zeiten wirtschaftlicher Krisen eine stärkere und stabilere Performance-Entwicklung (Abbildung 5)<sup>8</sup>.

Abbildung 5



Ertrag und Risiko, gemessen am Median Net IRR und der darauf bezogenen Standardabweichung, zeigen ebenfalls große Unterschiede in den Private Debt Subsegmenten. Im Zeitraum 2008 bis 2017 lieferte Direct Lending mit einem Median IRR von 8,3% und einer Standardabweichung von 5% eine vergleichsweise attraktive sowie stabile Rendite- und Risikostruktur. Distressed Debt und Special Situations zeigen im gleichen Zeitraum einen Median IRR/Standardabweichung von 9,2%/9,7% bzw. 8,8%/11,0%. (Abbildung 6<sup>9</sup>, Abbildung 7<sup>10</sup>)

Abbildung 6

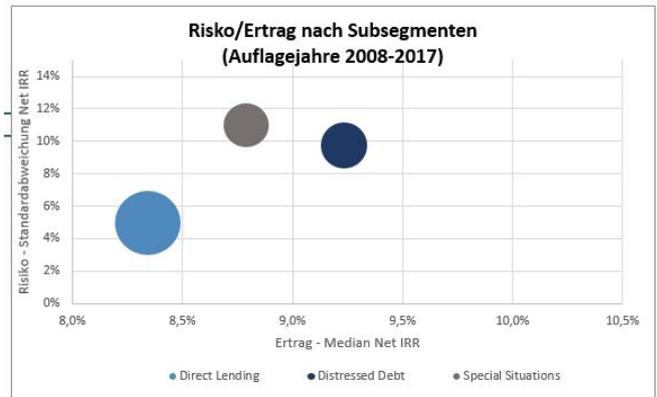
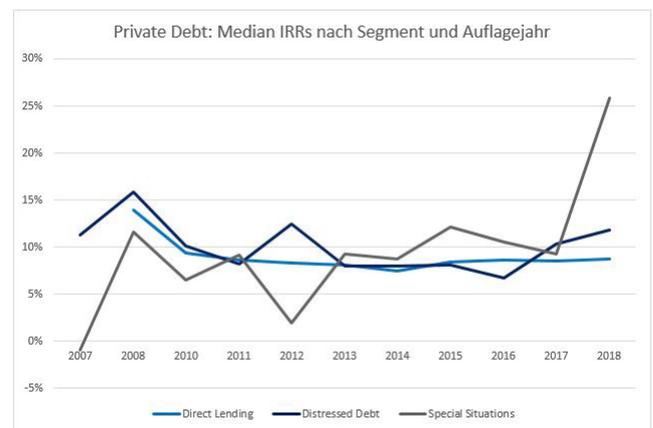


Abbildung 7



Direct Lending als Teilsegment von Private Debt eröffnet damit die Möglichkeit, eine attraktive Rendite mit weniger Volatilität und damit geringerem „downside risk“ zu erzielen.

### c) Inflationsschutz

Renditen im Bereich Direct Lending setzen sich aus einem Referenzzins (z.B. Libor (+ ggf. Libor Floor)) und einem Rendite-Spread zusammen und werden damit auch als Floating Rates bezeichnet. Sie passen sich bei Veränderungen der Inflationsrate an, so dass hier der absolute Spread die bedeutende Größe ist. Das Inflationsniveau spielt unter normalen Umständen eine untergeordnete Rolle und führt bei steigender/sinkender Inflation zu höheren/niedrigeren Ertragschancen. Im Gegensatz zu High Yield ist damit eine Anlage in Direct Lending durch den flexiblen Leitzins tendenziell inflationsgeschützt.

8 Helaba Invest / Cliffwater LLC 2021 Q1 Report on U.S. Direct Lending, S. 6

9 2021 Helaba Invest/Prequin Global Private Debt Report, S. 54

10 2021 Helaba Invest/Prequin Pro; Most Up-to-Date Data Dezember 2020

Zusammenfassend verlangen diese Charakteristika, die zu einer Prämie auf das eingesetzte Kapital führen können, auf Seiten der Direct Lending Anbieter besondere Fähigkeiten und Strukturierungserfahrung, die nur bei hoher Disziplin in der Auswahl der zu finanzierenden Unternehmen zu risikoadäquaten Erträgen führen können.

## Beurteilungskriterien von Direct Lending Anbietern

Folgende wesentliche Kriterien sind bei der Beurteilung von Direct Lending Anbietern zu berücksichtigen:

### a) Einsatz von Frühwarnindikatoren

Im Unterschied zu den liquiden Finanzierungsinstrumenten werden im Bereich Direct Lending auch in Zeiten hohen Wettbewerbs in der Kreditvergabe sehr viel häufiger Nebenabreden, sogenannte Covenants, in den Kreditverträgen verhandelt. Auch die Verhandlungsmacht von Covenants unterliegt Zyklen und unterscheidet sich in den verschiedenen Marktsegmenten. Vor der Finanzkrise wurden auch im Direct Lending Segment Covenant Lite- oder Covenant Loose-Strukturen beobachtet, auch wenn dies in den liquideren Märkten eher die Norm war. Die Existenz dieser Covenants sichert nicht vor dem Ausfall eines Kredits, sondern dient vielmehr als Anreizinstrument der Unternehmen und ist als Frühwarnsystem für die Kreditgeber und deren Legitimierung von Eingriffs- und Kündigungsmöglichkeiten zu verstehen. Im Bereich der Financial Covenants werden häufig Kennzahlen wie Leverage (Verhältnis von Nettoverschuldung zum EBITDA), Cashflow-Deckung (Verhältnis Cashflow zum Schuldendienst) oder Capex-Aufwendungen (Obergrenze der Kapitalaufwendungen) vereinbart. Ein sogenannter „Headroom“ lässt eine gewisse Schwankungsbreite zu.

Aus Sicht der Kreditgeber im Segment Direct Lending hat sich im Zeitablauf gezeigt, dass neben der Auswahl qualitativ hochwertiger Kreditnehmer, weitreichende Erfahrungen in der Entwicklung kreativer Lösungen in komplexen Situationen und die gezielte Verhandlung von Covenants gefordert sind. Dies schafft die Möglichkeit zur Generierung von Alpha.

### b) Sourcing-Fähigkeiten

Besondere Sorgfalt sollte auf die disziplinierte Auswahl der kreditnehmenden Unternehmen gelegt werden. Dazu gehört eine klar definierte Strategie und der Zugang zu einem ausgeprägten Dealflow. Vorteilhaft ist die Möglichkeit, als einziger Kreditgeber („Sole lender“) auftreten zu können und den Prozess vom Eingang des Investments bis zum Exit ohne weitere Erhöhung der Komplexität mit Steuern zu können. Sofern der Fokus auf Sponsored Transactions liegt, ist der

Zugang zu und Due Diligence der Private Equity Manager essentiell. Bei Non Sponsored Transactions werden ähnliche Sourcing-Fähigkeiten vorausgesetzt wie bei Private Equity Managern.

### c) Due Diligence Expertise

Die Prüfung der Investments basiert im Bereich von Sponsored Transactions stark auf den Dokumenten, die von Seiten der Private Equity Sponsoren bereitgestellt werden. Im Fall von Non Sponsored Transactions sind auf Seiten der Fremdkapitalanbieter zusätzliche Kenntnisse gefordert.

Neben der Financial/Legal/Tax Due Diligence werden auch kommerzielle, operative, technische und umweltbezogene Themen beleuchtet. Auch hier werden von Seiten des Teams besondere Fähigkeiten gefordert, die während des Auswahlprozesses, aber auch im Investitionszeitraum entscheidend sind. Private Debt Fonds mit einem klaren Sektor-Fokus mit Spezialistenwissen sind in dem reiferen US-Markt häufiger zu finden.

### d) Fähigkeit im Restrukturierungsfall aktiv zu werden

Grundsätzlich ist das durchgängige Monitoring der Investments und die Bereitstellung der damit verbundenen Fähigkeiten essentiell. Im Krisenszenario sollte der Manager in der Lage sein, den Restrukturierungsprozess zu begleiten oder die Führung zu übernehmen. In diesen Fällen werden besondere personelle Ressourcen benötigt.

## Marktvolumen: Nachfrage und Angebot

Aufgrund des hohen Marktvolumens hat sich die Anlageklasse für Direct Lending Manager, Unternehmen und Investoren zu einem etablierten Markt entwickelt.

### a) Nachfrageseite (Unternehmen)

In den USA repräsentierten 2020 etwa 200.000 mittelständische Unternehmen mit rd. 48.000 bzw. 30% der Beschäftigten ca. 30% des Bruttoinlandsprodukts<sup>11</sup>. Im Jahr 2019 trugen die SMEs<sup>12</sup> des nicht finanziellen Sektors zu 54,5 % zum BIP der EU-27 bei und repräsentierten 62,4 % der Beschäftigung<sup>13</sup>. Dies zeigt, dass auf der Nachfrageseite ein großer Pool von Unternehmen für Finanzierungsanfragen zur Verfügung steht. Aus diesem Marktsegment ziehen sich die traditionellen Banken bei der Finanzierung von Unternehmenstransaktionen, Unternehmenszukaufen, Wachstums- und Refinanzierungen zunehmend zurück.

<sup>11</sup> National Center for the Middle Market 4Q 2020 Middle Market Indicators, S. 3; Middle Market: Umsatz USD 10 Mio. – USD 1 Mrd.

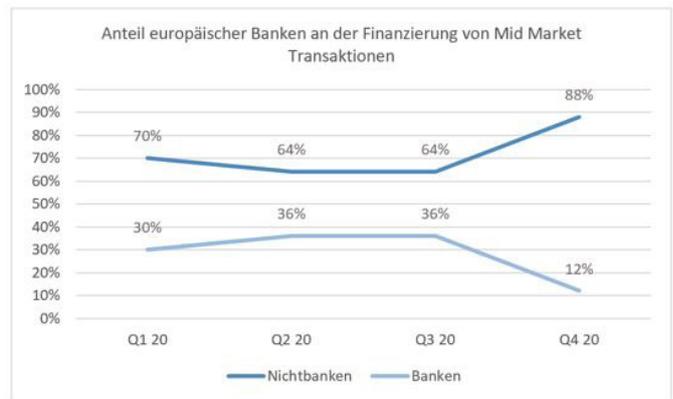
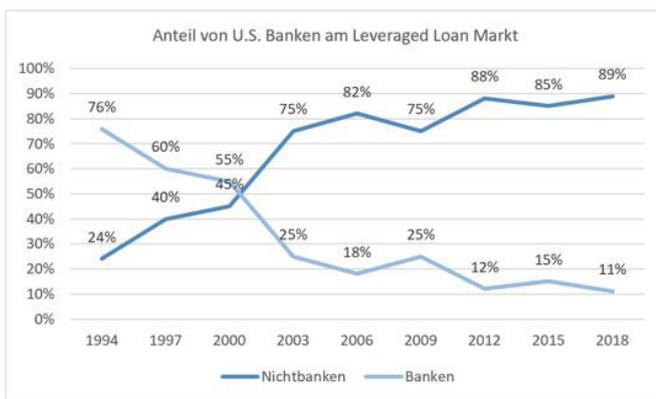
<sup>12</sup> Small and Mid-sized Enterprises

<sup>13</sup> European Commission: Annual Report on European SMEs 2020/2021, Juli 2021, S. 8

## b) Angebotsseite (Banken, Direct Lending)

Als Substitut für traditionelle Bankkredite hat sich der Private Debt Markt in den USA seit der Savings-and-Loan-Krise in den 1980er Jahren und in Europa insbesondere nach der Finanzkrise zu einer etablierten Assetklasse entwickelt. Regularien (z.B. Basel III) haben zur Konsolidierung der Banken und Fokussierung auf größere Transaktionen geführt, so dass sich Banken sukzessive aus dem Small/Mid Cap-Segment zurückgezogen haben. (Abbildung 8)<sup>14</sup>

Abbildung 8



Auch im COVID-Umfeld haben Banken ihr Finanzierungsangebot und die im Transaktionsumfeld geforderte Flexibilität reduziert.

Es ist zu erwarten, dass sich die Finanzierungsaktivitäten europäischer Banken in Richtung des US-Niveaus entwickeln werden. Die daraus resultierende Finanzierungslücke, ergänzt um Kredite die in den nächsten 6 Jahren fällig werden (USD 550 Mrd. bis 2027<sup>15</sup>) zeigt, dass ein enormer Bedarf an Finanzierungsmitteln besteht.

Seit der Finanzkrise haben sich die Assets under Management (AUM) im Bereich Private Debt vervierfacht und lagen per Ende 2020 bei rd. USD 1.000 Mrd. Davon stehen USD 364 Mrd. zur Finanzierung neuer Transaktionen („Dry Powder“) zur Verfügung<sup>16</sup>. Ende 2020 lag das von Seiten Private Equity für neue zu finanzierende Transaktionen bereitstehende Dry Powder bei rd. USD 2.000 Mrd<sup>17</sup>. Geht man davon aus, dass ca. 50% einer Transaktion fremdfinanziert werden, wird deutlich, dass das von Private Debt Managern bereitgestell-

te Kapital einer hohen Nachfrage von Unternehmens- und Private Equity-Seite gegenübersteht. Daher kann auch heute noch nicht von einer Überhitzung des Marktsegments ausgegangen werden, so dass weiterhin mit der Erzielung von attraktiven Renditen in diesem Segment gerechnet werden kann.

## Aktuelle Entwicklungen im Pandemie-Umfeld

Der Beginn der COVID-Pandemie in Q1 2020 war dominiert von einer starken Unsicherheit bezüglich der Auswirkungen und damit Zurückhaltung der M&A- und Finanzierungsaktivitäten. Der Fokus lag auf der Informationssammlung und Sicherung der Zahlungsfähigkeit. Der ab Q2 2020 beobachtete Liquiditätsengpass führte bei vielen Unternehmen zu Ausschöpfung der Betriebsmittellinien und zusätzlicher Kapitalbereitstellung von Seiten der Regierungen, Banken und Private Debt Anbieter. Im Ergebnis führte diese Zahlungsfähigkeitskrise zu weniger Ausfällen als zu Beginn der Pandemie erwartet. Den im 1. Halbjahr 2020 vorgenommenen Wertberichtigungen folgten in der 2. Jahreshälfte vielfach korrigierende Wertaufholungen. Die in Q3 2020 und Q4 2020 wiedereinsetzenden M&A- und Finanzierungsaktivitäten konzentrierten sich auf Sektoren, die pandemiebedingt nicht oder in geringem Maße beeinflusst wurden oder sogar von dem Umfeld profitiert haben (z.B. Technologie, Software, Teilssegmente im Bereich Healthcare). Ab Q4 2020 kam es zu einer starken Belebung der Nachfrage nach hochwertigen Assets. Im aktuellen

<sup>14</sup> Anteil U.S. Banken: Helaba Invest/FDIC Quarterly 2019, Volume 13, Number 4, S. 42; Anteil europ. Banken: Helaba Invest/S&P Global, LCD, an offering of S&P Global Market Intelligence, 2021 Outlook: Direct lending to make its mark in European mid-market

<sup>15</sup> New Oaktree Insights, May 2021, S. 6, basierend auf Refinitiv LPC, 31. Dezember 2020

<sup>16</sup> Preqin Pro: Stand Dezember 2020

<sup>17</sup> Preqin Pro: Stand Dezember 2020

Umfeld nimmt die Vorhersehbarkeit der weiteren Entwicklung zu, so dass Unternehmen mit Finanzbedarf mit höherer Zuversicht an ihren Business Plänen arbeiten und für den Verkauf oder Refinanzierung zur Verfügung stehen. Insgesamt haben viele Unternehmen die Zeit seit Q1 2020 dazu genutzt, ihr Geschäftsmodell krisenresistenter zu machen.

## Berücksichtigung von „ESG-Prinzipien“

Durch die zunehmende Nachfrage institutioneller Investoren (Limited Partner) nach einer Integration der drei nachhaltigkeitsbezogenen Verantwortungsbereiche von Unternehmen in „Umwelt, Soziales und Unternehmensführung“ bzw. „ESG-Prinzipien“ in den Investmentprozess<sup>18</sup>, wächst auch auf der Seite der Manager (General Partner) die Erkenntnis, dass im Rahmen der Transaktionsstrukturierung eine Incentivierung durch messbare Erreichung von ESG-bezogenen Leistungskennzahlen (Key Performance Indicators, „KPIs“) erzielt werden kann. Laut einer von Private Equity International (PEI)/New Private Markets in Zusammenarbeit mit MUFG Investor Service durchgeführten Studie glauben über 75% der Führungskräfte von Private Fonds, dass eine stärkere ESG-Integration den Wert eines Unternehmens steigern wird<sup>19</sup>. Vorreiter im Bereich der illiquiden Assetklassen sind Private Equity Manager, deren Einfluss auf die Strukturen eines Unternehmens naturgemäß hoch ist. Diesem Trend folgend, öffnen sich Private Debt Manager ihren Einflussmöglichkeiten auf die Implementierung und Verfolgung von ESG-bezogenen Maßnahmen in den Portfolio-Unternehmen. Dabei ist die Entwicklung in Europa stärker ausgeprägt als in Nordamerika. Gefördert wird dies durch Regulierungsbehörden, die diese Tendenzen z.B. mit der in Teilen am 10. März 2021 in Kraft getretenen Verordnung der Europäischen Union über die Offenlegung nachhaltiger Finanzprodukte (SFDR) unterstützen. Diese Verordnung ist für alle Manager, die ihre Produkte in Europa platzieren möchten, bindend.

Das Ausmaß, in dem Private Debt Manager ESG-Faktoren in ihren Investitionsprozess einbeziehen, ist heute allerdings noch sehr uneinheitlich. Die Bandbreite reicht vom reinen negativen Screening bis hin zur Implementierung von ESG-Kriterien („Ratchets“) in die Konditionen der Transaktion. „Margin oder ESG-Ratchets“ werden hier an bestimmte ESG-bezogene Leistungskennzahlen (Key Performance Indicators „KPIs“) gekoppelt, die in Abstimmung mit den Unternehmen verhandelt und beobachtet werden. Häufig wird eine weitere Partei hinzugezogen, die bescheinigt, dass das Unternehmen die Schlüsselkriterien eines ESG-Fragebogens erfüllt. Die Erreichung

von definierten Milestones wird durch Margenreduktion belohnt. Im Gegenzug kommt es bei einigen Managern zu einer Margenerhöhung, wenn die definierten Zielgrößen nicht erreicht werden. Die Unterzeichnung der von den Vereinten Nationen geförderten Prinzipien für verantwortliches Investieren (Principles for Responsible Investment, PRI) kann als positives Signal interpretiert werden, positiven Einfluss auf Nachhaltigkeitsfaktoren ausüben zu wollen.

In der Praxis wird von Private Debt Managern noch häufig der Standpunkt vertreten, dass deren Einflussmöglichkeiten auf die Nachhaltigkeitskriterien bei der reinen negativen Selektion enden. Es gibt allerdings auch schon eine Reihe von Private Debt Managern, deren Ziel es ist, weitergehende Einflussmöglichkeiten zu dokumentieren und auch ESG-Ratchets zu verhandeln. Diese finden häufig bereits Unterstützung von Seiten der Private Equity Sponsoren als auch seitens der zu finanzierenden Unternehmen. Sie begründen diese Vorgehensweise neben dem Nachhaltigkeitsgedanken mit dem möglichen positiven Einfluss von ESG-konformen Verhalten auf operative und finanzielle Kennzahlen. Erwähnt werden sollte an dieser Stelle auch, dass die Freiheitsgrade der Private Debt Manager bei Sponsorless Transactions größer sind.

Auch wenn der Mehrwert der Einbeziehung von ESG-Kennzahlen in den Investitionsprozess allen Parteien bewusst ist, ist heute noch ein Mangel an branchenweiter Standardisierung der Systematiken, Datensammlung, Messungen sowie Ratings zu beobachten. Damit ist eine Vergleichbarkeit der Programme nur schwer möglich<sup>20</sup>.

Um hier einen Standard zu entwickeln, arbeitet z.B. die Europäische Leverage Finance Association (ELFA) an einem „Best Practice Leitfaden“, der bei der Strukturierung von Bedingungen Berücksichtigung finden soll. Ziel ist es, ESG-Faktoren in die Kreditdokumentation einzubeziehen, einschließlich ESG-gebundener Margin-Ratchets. Darüber hinaus analysiert und entwickelt ELFA in Zusammenarbeit mit PRI Leitlinien, die eine transparente und systematische Berücksichtigung von ESG-Faktoren bei der Kreditrisikobewertung fördern<sup>21</sup>.

<sup>18</sup> BAI Investor Survey 2020, S. 28-29

<sup>19</sup> Private Equity International/New Private Markets: Private Fund Leaders Survey 2021: The future of ESG, 1. Juni 2021

<sup>20</sup> Brian Ramsay, President Littlejohn&Co. In: Private Equity International (PEI)/New Private Markets: Private Fund Leaders Survey 2021: The future of ESG

<sup>21</sup> PRI: Bringing credit analysts and issues together. Shifting perceptions: ESG, credit risk and ratings; Dezember 2019 – Mai 2021

Zusammenfassend hat der Rückzug der Banken aus der Finanzierung von Unternehmenstransaktionen zu einem starken Auftrieb im Bereich Direct Lending geführt, so dass sich im Zeitablauf eine etablierte Assetklasse entwickelt hat. Durch geringere regulatorische Einschränkungen und einer damit verbundenen höheren Flexibilität in der Lieferung von komplexen Lösungen kann institutionellen Anlegern der Zugang zu einem attraktivem Rendite-/Risikosegment geboten werden. Voraussetzung ist eine disziplinierte Auswahl qualitativ hochwertiger Manager.

Rückblickend hat die COVID-Pandemie trotz diverser bedeutender Effekte nicht zu der seit längerem erwarteten Beendigung eines seit der Finanzkrise anhaltenden Kreditzyklus geführt. Die „Lessons learned“ der letzten Kreditzyklen sind jedoch noch nicht abschließend aufzählbar. Eine wesentliche Erkenntnis ist, dass Market Timing keine gute Investitionsgrundlage ist. Ein zu hoher Leverage sollte in jedem Konjunkturmilieu und insbesondere in zyklischen Industrien gemieden werden. Der Einsatz von Covenants sollte Marktstandard sein, um ein adäquates Frühwarnsystem und daraus resultierende Handlungsmöglichkeiten zu legitimieren. Auch bei einem hohen Maß an zur Finanzierung bereitstehender Mittel ist zykluserprobte Erfahrung bei der Auswahl der zu finanzierenden Unternehmen, der Strukturierung der Transaktionen sowie Disziplin beim strategiekonformen Einsatz der Mittel essentiell. Darüber hinaus sollte der Manager in der Lage sein, bei Bruch der Covenants den Druck auf den Sponsor zu erhöhen bzw. ein Unternehmen zu restrukturieren und/oder den Manager abzulösen.

#### Haftungsausschluss

Dieses Dokument wurde von der Helaba Invest mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben kann jedoch keine Gewähr übernommen werden. Eine Haftung für allfällige Schäden, die direkt oder indirekt mit den vorliegenden Informationen zusammenhängen, ist ausgeschlossen. Dieses Dokument bildet keine Offerte zum Kauf bzw. Zeichnung von Anteilen. Auf der Grundlage dieses Dokuments darf kein Kauf- bzw. Zeichnungsauftrag entgegengenommen werden. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken für professionelle Anleger gem. § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB bzw. professionelle Kunden gem. § 67 Abs. 2 WpHG und ist nicht auf die speziellen Anlageziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen ferner keine Anlageberatung und/oder Anlageempfehlungen und keine Werbung im Sinne des § 302 KAGB dar.

Das vorliegende Dokument ist ohne die dazugehörigen mündlichen Erläuterungen nur von eingeschränkter Aussagekraft. Eine Garantie für die Aktualität und Vollständigkeit der Angaben wird nicht übernommen. Soweit das Dokument Aussagen über zukünftige Erwartungen und andere in die Zukunft gerichteten Aussagen enthält, beruhen diese auf der gegenwärtigen Sichtweise und den gegenwärtigen Annahmen zu dem jeweils aktuellen Datum. Die tatsächlichen Ergebnisse, Entwicklungen oder Ereignisse sind abhängig von zukünftigen Einflüssen und können erheblich von den in den abgegebenen Prognosen und Aussagen ausgedrückten abweichen. Diese Publikation kann lizenzpflichtige Indizes oder Indexdaten enthalten. In diesem Zusammenhang gilt sofern Folgendes: (i) Weder die Helaba Invest noch der jeweilige Lizenzgeber und/oder Indexanbieter oder eines mit diesen verbundenen Unternehmen oder sonstige Dritte übernehmen eine Garantie und/oder eine Gewährleistung für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Indizes bzw. der den Indizes zugrundeliegenden Daten, (ii) die Indizes und die den Indizes zugrundeliegenden Daten sind lizenzrechtlich geschützt, die Nutzung bedarf der ausdrücklichen Genehmigung des jeweiligen Lizenzgebers bzw. Indexanbieters und (iii) weder der Lizenzgeber noch der Indexanbieter noch ein mit diesen verbundenes Unternehmen oder sonstige Dritte übernehmen eine Verantwortung für Produkte bzw. sonstige Leistungen der Helaba Invest.

Weitere Informationen und Unterlagen sind bei der Verwaltungsgesellschaft Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH oder unter [www.helaba-invest.de](http://www.helaba-invest.de) erhältlich.

#### Kontakt:



**Anja Katharina Jegen**  
Anja Katharina Jegen  
Senior Portfolio Manager  
Transactions & Strategy Real Assets  
Consulting

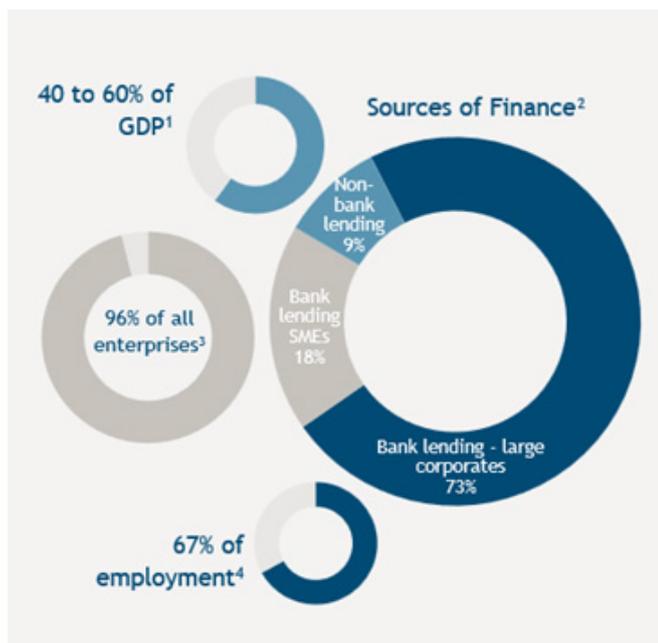
Helaba Invest  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
JUNGHOF  
Junghofstr. 24  
60311 Frankfurt am Main  
Tel: +49 (0) 160 369 1836  
[www.helaba-invest.de](http://www.helaba-invest.de)

Andrew Tan, Head of Asia Pacific Private Debt, Muzinich

While private debt is firmly embedded in the lending landscape in the US and Europe, the asset class is playing catch up in the Asia Pacific region, offering a raft of potential opportunities for investors looking for higher yields and protection from interest rate risk.

The Asia Pacific region is home to around 150 million small and medium-sized enterprises (SME).<sup>1</sup> However, disproportionately, they only benefit from approximately 20% of all bank lending. In a similar vein to the US and Europe, Asia middle-market companies are underserved by lenders due to regulatory changes.

## Breakdown of Small and Medium-Sized Enterprises in Asia Pacific



Source 1. Asia Pacific Economic Cooperation (APEC) Policy Support Unit Report Titled: Overview of the SME Sector in the APEC Region: Key Issues on Market Access and Internationalization as of April 2020. 2. McKinsey, Asia Pacific Banking Review, July 2019. SMEs are those with EBITDA range between USD\$5-50 mn. 3. Asian Development Bank, The Role of SMEs in Asia and their difficulties in accessing finance, December 2018, 4. Private Credit in Asia Report 2020 by Alternative Credit Council, released August 2020.

## Post-Pandemic Financing Need

A joint report released in 2017 by the International Finance Corporation (IFC) and SME Finance Forum estimated that SMEs are currently facing a funding gap of around US\$2trillion, a sum we believe is likely to increase due to the global pandemic.<sup>2</sup>

We are focused on the middle market (i.e. companies with EBITDA of between USD\$5-50mn) and where we believe there is less competition with a greater ability to get better deal terms and covenants.

In this segment, we are seeing a reduction of risk appetite by banks to make new loans to middle-market companies along with an increased willingness to dispose of existing non-core, middle-market loans. We are encountering middle-market companies who are either not able to get bank financing, or only short-term working capital financing from banks. In the case of the latter, such financing is typically only made available when they allow the banks to take security against accounts receivables from their largest, most credit worthy international customers.

These companies are not able to get term financing for growth, capital expenditure, business expansion or acquisition, or even to help turn their business around. This is where private debt from alternative lenders comes in to fill the lending gap, with the ability to provide term financing in the 2-5 year tenor range to help these companies reach their growth potential.

We believe there is a raft of opportunities for specialist, middle-market lenders. Pipelines appear healthy, and we expect we will continue to see good supply dynamics for new middle-market loans across the region. We are already seeing an increase in companies considering private debt as a financing alternative. This is not just as an alternative to traditional bank lending, but even as a cheaper alternative to raising equity capital, especially for example with entrepreneurs who might not be as willing to dilute their holding in a company.

There is also the opportunity to replace existing bank lending to SMEs where the banks are looking to exit, not for credit reasons, but due to requirements to reduce risk and increase return on risk weighted assets (RWA). Middle-market companies tend to take up more regulatory capital and therefore drag down the return on RWA calculations.

<sup>1</sup> Asia Pacific Economic Cooperation (APEC) Policy Support Unit Report Titled: Overview of the SME Sector in the APEC Region: Key Issues on Market Access and Internationalization as of April 2020.

<sup>2</sup> International Finance Corporation (IFC) World Bank Group, Micro, Small and Medium Enterprises (MSME) Finance Gap Report 2017. Most recent data used.

We believe private debt can bridge this funding gap and the asset class is starting to gain traction in the region. In 2020, the Asia Pacific private debt assets under management totaled US\$65.6bn versus US\$595.6bn in the US and US\$289.5bn in Europe.<sup>3</sup> Overall, we have seen a 15% per annum growth rate in private debt AUM in the region since 2014. We expect this trend to continue and for growth to pick up further, similar to the experience in Europe and the US.

## Asia Private Debt AUM, 2008 to Sep-2020



Source: Preqin, as of May 2021. Reference to \$ is USD.

## Asia Pacific versus US and Europe

There are differences in the Asia Pacific region compared to the US and Europe. Firstly, the Asia Pacific private debt market is still in the early stages of its growth trajectory, therefore, in our opinion, there is less competition, and it is more fragmented. Local funds are focused on specific markets while international funds, not specialised in Asia, are only looking for larger deals.

In terms of structures, we generally aim for a security package which is a combination of shares and hard assets that are at times complemented by corporate or personal guarantees. There is also room for collateral top-up mechanisms where lenders require more collateral or cash to maintain a minimum of, for example, 2.5x collateral coverage on our lending.

The overarching theme is to be able to make use of structures to mitigate some of the perceived risk in Asian jurisdictions. In Asia, we have seen covenant discipline, particularly financial covenants. Covenant-lite transactions are not usual practice. We also typically have review events in place should anything unusual arise such as a potential loss of a major contract or customer, where we can work with the company early on to find a solution.

Net Leverage Ratios tend to be in the 3-5x EBITDA range. The average tenor of the loan is also shorter at around 2-3 years compared to 5-7 years in Europe/US. CAPEX cycles are generally shorter in Asia, allowing us to incorporate principal amortizations into the structures. In the jurisdictions in which we operate, liens and the enforcement of collateral is possible.

## Conclusion: Financing Gap Creates Opportunities

The Asia Pacific region is home to a large and growing middle market with an estimated US\$2 trillion financing gap.<sup>4</sup> Private debt is still in its early stages of growth and is therefore less competitive than the US and Europe, offering the opportunity to take advantage of a fragmented and underserved market.

The region can offer good credit quality and collateralised security packages, and we believe we can look to achieve higher, risk-adjusted returns than other regions. Risks can be mitigated with transactions having good covenant protection and deals being shorter dated. Overall, we believe the private debt opportunity in Asia looks set to continue its growth trajectory and we continue to see a lot of demand from companies and sponsors seeking financing.

All things considered, over a year into the COVID-19 pandemic, we are seeing a number of good opportunities emerge from several themes: the middle-market funding gap, banks de-risking, certain sectors being able to reposition their business in response to COVID-19 conditions, and even some benefiting from this unfortunate event. We believe that it is a potentially attractive time to start deploying capital into the private debt markets to capture these opportunities that have emerged to achieve what we believe compelling risk-adjusted returns in Asia Pacific.

This material is not intended to be relied upon as a forecast, research, or investment advice, and is not a recommendation, offer or solicitation to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy. The opinions expressed by Muzinich & Co are as of June 2021 and may change without notice.

<sup>3</sup> Preqin, as of May 2021. Reference to \$ is USD.

<sup>4</sup> IBID

## Contact:

Muzinich & Co. (Dublin) Limited  
 Neue Mainzer Strasse 20  
 60311 Frankfurt am Main  
[www.muzinich.com](http://www.muzinich.com)



**Andrew Tan**  
 Managing Director  
 Head of Asia Pacific Private Debt  
 Tel.: +65 6983 7191  
 E-Mail: [atan@muzinich.com](mailto:atan@muzinich.com)



**Markus Taubert**  
 Managing Director  
 Country Head Germany and Austria  
 Muzinich  
 Tel.: +49 (69) 15325 7020  
 E-Mail: [mtaubert@muzinich.com](mailto:mtaubert@muzinich.com)

## Important Information

Muzinich & Co. referenced herein is defined as Muzinich & Co., Inc. and its affiliates. This material has been produced for information purposes only and as such the views contained herein are not to be taken as investment advice. Opinions are as of date of publication and are subject to change without reference or notification to you. Past performance is not a reliable indicator of current or future results and should not be the sole factor of consideration when selecting a product or strategy. The value of investments and the income from them may fall as well as rise and is not guaranteed and investors may not get back the full amount invested. Rates of exchange may cause the value of investments to rise or fall. Emerging Markets may be more risky than more developed markets for a variety of reasons, including but not limited to, increased political, social and economic instability, heightened pricing volatility and reduced market liquidity.

This material and the views and opinions expressed should not be construed as an offer to buy or sell or invitation to engage in any investment activity; they are for information purposes only. Opinions and statements of financial market trends that are based on market conditions constitute our judgement as at the date of this document. They are considered to be accurate at the time of writing, but no warranty of accuracy is given and no liability in respect of any error or omission is accepted. Certain information contained herein is based on data obtained from third parties and, although believed to be reliable, has not been independently verified by anyone at or affiliated with Muzinich and Co., its accuracy or completeness cannot be guaranteed. Risk management includes an effort to monitor and manage risk but does not imply low or no risk.

Issued in the European Union by Muzinich & Co. (Dublin) Limited, which is authorized and regulated by the Central Bank of Ireland. Registered in Ireland No. 625717. Registered address: 16 Fitzwilliam Street Upper, Dublin 2, D02Y221, Ireland. Issued in Switzerland by Muzinich & Co. (Switzerland) AG. Registered in Switzerland No. CHE-389.422.108. Registered address: Tödistrasse 5, 8002 Zurich, Switzerland. Issued in Singapore and Hong Kong by Muzinich & Co. (Singapore) Pte. Limited, which is licensed and regulated by the Monetary Authority of Singapore. Registered in Singapore No. 201624477K. Registered address: 6 Battery Road, #26-05, Singapore, 049909. Issued in all other jurisdictions (excluding the U.S.) by Muzinich & Co. Limited, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 3852444. Registered address: 8 Hanover Street, London W1S 1YQ, United Kingdom. 2021-06-25-6667

*Nicole Downer, MV Credit*

Seit Beginn der Covid-19-Pandemie Anfang 2020 haben sich die Anbieter traditioneller Finanzierungen weiter zurückgezogen. Private Credit ist damit noch stärker zum bevorzugten Fremdkapitalgeber im Bereich der privaten Finanzierungen geworden. Die Folge: Transaktionen können im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie zu kreditgeberfreundlicheren Bedingungen abgewickelt werden. Dies betrifft neben der Preisgestaltung auch andere Punkte, wie etwa die rechtliche Dokumentation. Gleichzeitig sind Investoren verstärkt sensibel für ESG-Themen und fokussiert die Integration von ESG-Kriterien noch schneller und umfassender in ihren Portfolios voranzutreiben. Diese Verschiebungen in der Marktdynamik bieten der Private Debt-Branche eine gute Gelegenheit, die Zukunft von Unternehmen auf breiter Front mitzugestalten.

## ESG im Selektionsprozess

Insbesondere gilt dies für „sponsored“ Private-Debt, also der privaten Kreditvergabe an Unternehmen, die von Private-Equity Gesellschaften kontrolliert werden. In diesem Fall kann die Kreditvergabe gezielt an Unternehmen erfolgen, die eine von Beginn an glaubwürdige ESG Politik verfolgen. Dies ermöglicht einen effizienten Due Diligence Prozess, bei dem ESG Kriterien neben anderen Risikokenngrößen und allgemeinen Finanzkennzahlen bewertet werden und sich schlussendlich ein holistisches Rendite-/Risiko-Profil erstellen lässt. Zu den analysierten ESG-Risiken gehören nicht nur Aspekte bezüglich der Governance Struktur und des Umwelteinflusses, sondern auch Soziale Komponenten wie etwa demografischer Wandel, Kundenbeziehungen und Produktverantwortung. In der Vergangenheit hat MV Credit auch Transaktionen aufgrund von ESG Risiken abgelehnt. Beispielsweise wurde MV Credit angeboten sich an der Fremdfinanzierung zur Übernahme eines Altenheimes zu beteiligen. Nach tiefgreifender Analyse hat das Investmentkomitee die Transaktion abgelehnt, da sie zu der Ansicht gelangt waren ein Anstieg der Fremdfinanzierung würde mit Einsparungen verbunden sein und letztendlich zu Lasten der Qualität der Pflege in dem Heim gehen.

Für einige Firmen und Investoren ist das sogenannte Negative-Screening jedoch nur der Anfang. Durch den Prozess eines positiven Screenings etwa können Unternehmen gefördert werden, die sich in Sachen ESG bereits glaubhaft auf den Weg gemacht haben, aber am Ziel noch nicht vollständig angekommen sind. Und tatsächlich hat gerade die „sponsored“ Private Debt-Branche die Möglichkeit, weiter zu gehen und einen breiter und nachhaltiger angelegten Wandel voranzutreiben. Aufgrund ihres engen Kontakts zu den Private-Equity-Gesellschaften sind „sponsored“ Private Debt-Investoren prädestiniert, substantielle ESG-Ziele aufzustellen und deren Umsetzung gemeinsam mit den Private-Equity-Gesellschaften effektiv nachzuverfolgen.

## Förderung guter ESG Praktiken während der Investitionsperiode

In der Regel sind Private Capital-Sponsoren zur Zusammenarbeit bereit, da sie von ihren eigenen Investoren, den LPs, dazu gedrängt werden, ESG-Kriterien stärker zu berücksichtigen und die Berichterstattung darüber zu verbessern. Der Wandel kommt daher mit großen Schritten. Das zeigt sich unter anderem daran, dass die Bedeutung ESG-gebundener Kreditfazilitäten beständig weiterwächst. Dabei entwickeln sich die Kreditbedingungen abhängig von der ESG-Performance des Schuldners, der bei Erreichung bestimmter ESG-Ziele seine Kreditbedingungen verbessern kann. Hierzu werden die zugrundeliegenden Portfoliounternehmen nach einer Reihe von ESG-Kriterien bewertet: Beispielsweise nach der Gleichstellung der Geschlechter in ihren Vorständen, nach den Erfolgen bei der Umstellung auf erneuerbare Energien oder nach der Effektivität ihrer Governance in Sachen Nachhaltigkeit. Die Anlage zielt insbesondere darauf ab, die "S"- und "G"-Komponenten von ESG zu verbessern, die gegenwärtig tendenziell weniger Aufmerksamkeit erhalten als die Umweltaspekte.

## Transparentes Reporting für den Investor

Nachhaltigkeit darf sich nicht als reines Marketinginstrument erweisen, sondern sollte durch Kompetenz bestmöglich unterfüttert sein. Um also auf der einen Seite im Auftrag der Investoren Nachhaltigkeit wirksam einzufordern, dient auf der anderen Seite transparentes ESG-Reporting zum Aufbau von Glaubwürdigkeit und Vertrauen bei den Investoren.

Während des Investmentprozesses können dedizierten ESG-Performance-Indikatoren Aufschluss über den Status und Fortschritt der einzelnen Portfoliounternehmen in Hinblick auf nachhaltiges Wirtschaften bieten.

MV Credit erfasst zum Beispiel ca. 140 Indikatoren qualitativer und quantitativer Natur maßgeschneidert auf den entsprechenden makroökonomischen Sektor, in dem das Unternehmen tätig ist. Diese werden dann unter den Themenfeldern „E“, „S“ und „G“ entsprechend aggregiert und für jeden Bereich ergibt sich eine Note. Somit lässt sich zum einen die historische Entwicklung der individuellen Firma nachvollziehen. Zum anderen werden diese Bewertungen mit einer durch einen externen Anbieter zur Verfügung gestellten Benchmark verglichen, um eine relative Einschätzung zum breiteren Markt zu erhalten.

### Autorin:

*MV Credit Partners LLP  
45 Old Bond Street London W1S 4QT  
Registered Number : OC397214  
Authorised and Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)  
with the FCA register number 67717.  
[www.mvcredit.com](http://www.mvcredit.com)*



**Nicole Downer**  
*Managing Partner and Head of  
Investor Relations  
Tel.: +44 20 3961 8827  
E-Mail: [NDowner@mvcredit.com](mailto:NDowner@mvcredit.com)*

### Kontakt:



**Caroline Heinrichs**  
*Director Institutional Sales*

*Natixis Investment Managers  
Maximilianstraße 50  
80538 München  
Tel.: +49 89 30 90 80 712  
E-Mail: [caroline.heinrichs@natixis.com](mailto:caroline.heinrichs@natixis.com)  
[www.im.natixis.de](http://www.im.natixis.de)*

Nur für professionelle Anleger. Alle Investitionen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des Risikos von Kapitalverlusten. Dieses Material wird nur zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und darf nicht als Anlageberatung, Empfehlung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder als Angebot von Dienstleistungen verstanden werden. Anleger sollten die Anlageziele, Risiken und Kosten jeder Anlage sorgfältig abwägen, bevor sie investieren. Die geäußerten Ansichten und Meinungen beziehen sich auf das angegebene Datum und können sich aufgrund von Markt- und anderen Bedingungen ändern. Natixis Investment Managers International ist eine Tochtergesellschaft von Natixis Investment Managers, der Holdinggesellschaft einer Reihe von spezialisierten Investment-Management- und Vertriebsgesellschaften weltweit. Die von Natixis Investment Managers International verwalteten Dienstleistungen und Produkte stehen nicht allen Anlegern in allen Rechtsordnungen zur Verfügung. Provided by Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Registration number: HRB 88541). Registered office: Senckenberganlage 21, 60325 Frankfurt am Main.

Alexander Ott, Managing Director, Partners Group

## Niedrigzinsumfeld, Covid-19 Pandemie, Inflation: wie attraktiv sind Direct Lending Investitionen in diesem Marktumfeld?

In dem seit geraumer Zeit vorherrschenden Niedrigzinsumfeld konnten Investoren mit der Direct Lending Anlageklasse relativ attraktive Renditen erwirtschaften. Die Resilienz der Investitionsstrategie wurde durch die Covid-19 Pandemie im Jahr 2020 auf die Probe gestellt. Die im Markt deutlich spürbare Unsicherheit mündete über alle Anlageklassen hinweg in einem Abverkauf und führte zur Ausweitung der Kaufprogramme seitens der Zentralbanken. Milliarden von Dollar flossen in die Märkte und stützten die Kurse, so dass eine V-artige Erholung eintreten konnte. Als Konsequenz dieser Massnahmen wurde die nominale Geldmenge weiter erhöht. So hat sich beispielsweise die Geldmenge der Europäischen Zentralbank (EZB) seit 2008 mehr als versechsfacht. Eine anhaltende Inflationstendenz kann mittelfristig potenziell zu steigenden Zinsen führen.

## 1) PRIVATE DEBT BEINHALTET VIELE VERSCHIEDENE ANLAGEKLASSEN

Der Begriff Private Debt beschreibt grundsätzlich Fremdmittel, die vorwiegend von institutionellen Investoren und typischerweise außerhalb des Bankensektors zur Verfügung gestellt werden. Dabei handelt es sich um privat platzierte, d.h. im Sekundärmarkt in der Regel nicht gehandelte, vor- und nachrangige Darlehen sowie Mezzanine-Titel. Die Fremdmittel können zur Finanzierung unterschiedlichster Anlagen verwendet werden – beispielsweise Unternehmen, Immobilien oder auch Infrastrukturprojekte. Dabei können die jeweiligen Renditeerwartungen signifikant variieren, was hauptsächlich mit den unterschiedlichen eingegangenen Risiken begründet ist: So kann der Fokus beispielsweise auf riskantere Unternehmen gelegt werden oder auch auf nachrangiges Fremdkapital (besichert oder unbesichert) um möglichst hohe Renditeerwartungen zu erreichen.

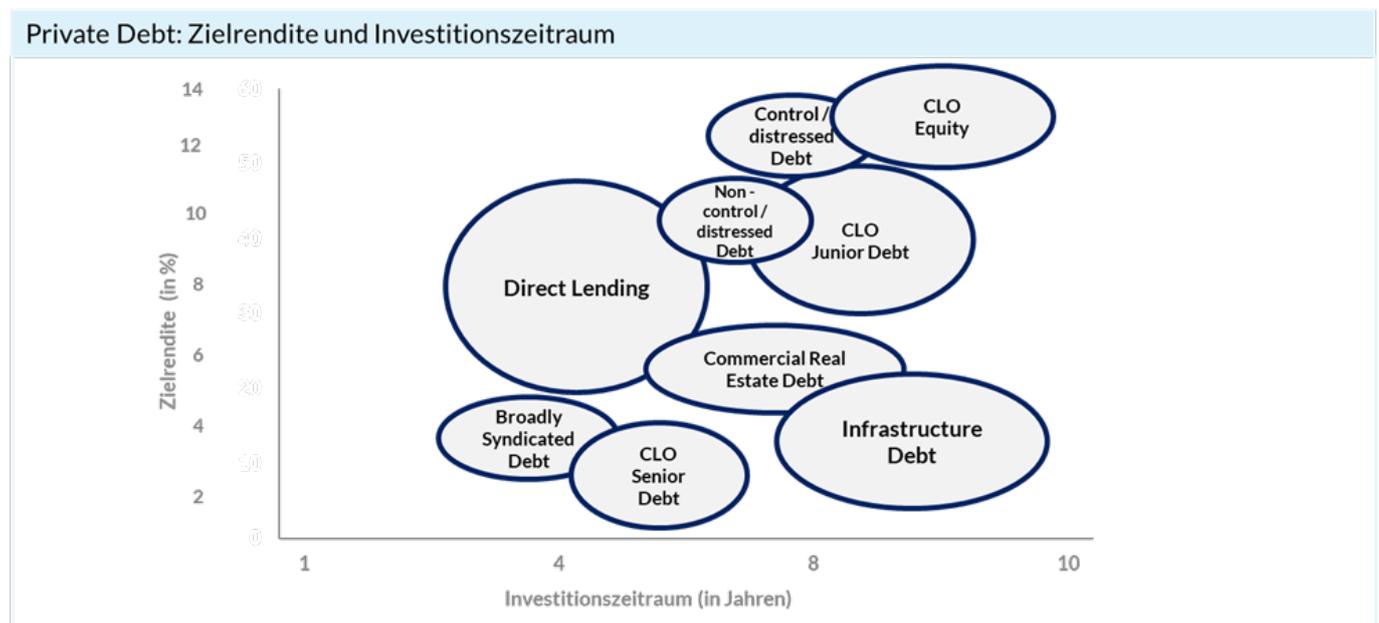


Abbildung 1 - Eigene Abbildung, Quelle: Partners Group (2021)

Corporate Private Debt – insbesondere Direct Lending – hat sich dabei zu einer der gängigsten Investitionsmöglichkeiten für institutionelle Investoren entwickelt. Nebst der Attraktivität für institutionelle Investoren durch das zugrundeliegende Risiko-Rendite-Profil, begünstigte auch der Rückzug der Banken aus diesem Geschäft das anhaltende Wachstum der Direct Lending Investitionslösungen. Der

Rückzug der Banken ist darauf zurückzuführen, dass einerseits Unternehmenskredite für Banken aufgrund der schärferen Bankenregulierung immer weniger attraktiv sind und andererseits das Spezialkreditgeschäft im Gegensatz zu beispielsweise Hypotheken für Banken nur schwer zu standardisieren und skalieren ist.

## 2) EINE BELIEBTE ALTERNATIVE IM NIEDRIGZINSUMFELD

Im April 2015 wurde ein neues Kapitel des Niedrigzinsumfelds aufgeschlagen: Der Dreimonats-Geldmarktzinssatz EURIBOR wurde zum ersten Mal negativ – "undenkbar, aber wahr".<sup>1</sup> Doch schon im August 2015 gab die Bundesrepublik Deutschland erstmals eine zweijährige Staatsanleihe zum Nominalzins von –0,25% aus. Und im Januar 2016 betrug das Volumen negativ verzinsten Euro-Staatsanleihen mehr als 6 Billionen Euro.

Der Negativzins führte bei breiten Anlegerschichten – von Pensionsfonds, Versicherungen, Privatanlegern, Vermögensverwaltungen bis hin zu Banken – zu Vermögensvernichtung und stellte Investoren vor Herausforderungen.

Im Bemühen, dieser Vermögensvernichtung entgegenzuwirken, wurden institutionelle Investoren auf die Anlageklasse Direct Lending als eine attraktive Alternative aufmerksam. Neben den höheren Renditen im Vergleich zu Staats- oder Unternehmensanleihen liegt die Attraktivität der Anlageklasse auch in der Verlässlichkeit der laufenden Zinserträge und der relativen Stabilität.

## 3) RISIKOBEWERTUNG UND INVESTITIONSAUSWAHL

Prinzipiell genießt Direct Lending in seiner Eigenschaft als Fremdkapitalinvestition den strukturellen Schutz durch eine entsprechende Eigenkapitalunterlegung. Allerdings differenzieren sich diese in der Seniorität der verschiedenen Darlehenstranchen. So drohen bei vorrangig besicherten Darlehen prinzipiell weniger Kreditausfälle als bei nachrangigen oder unbesicherten Tranchen.

Darüber hinaus sehen wir in volatilen Marktphasen die Vorzüge einer konservativen Direct Lending Investitionsstrategie. Der Fokus auf stabilen Industrien ist unserer Meinung nach der Kern einer konservativen Direct Lending Investitionsstrategie, wie der zu Vergleichszwecken heranziehbare S&P Leveraged Loan Index im März 2020 zeigt:

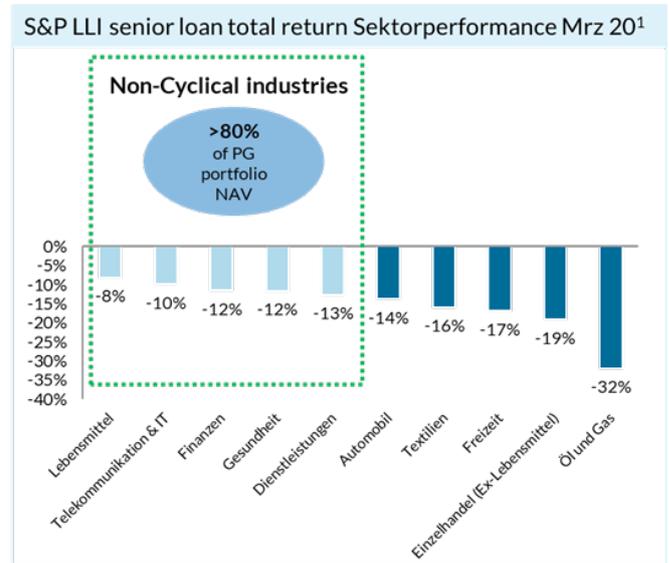


Abbildung 2 - Quelle: Partners Group (2021). 1 S&P LLI per 31. März 2020. Nur für illustrative Zwecke.

Bei der Auswahl der für die Darlehensvergabe infrage kommenden Unternehmen sowie Sektoren gilt es, vor allem folgende Faktoren zu beachten: Zum einen sollte der Fokus auf Unternehmen liegen, die schon eine mittelständische Grösse erreicht haben. Diese haben sich in der Vergangenheit generell als stabiler erwiesen und konnten entsprechend auch während der Pandemie besser mit den negativen Einflüssen auf die Liquiditätssituation umgehen oder etwaige operative Herausforderungen meistern. Zum anderen sollten Anleger auch auf eine hohe Profitabilität und Cashflow-Stärke der Geschäftsmodelle sowie limitierten Investitionsbedarf im laufenden Geschäft achten. Diese Faktoren konnten in der Covid-19 Pandemie als ausschlaggebend für den Einfluss auf die Situation der Kreditnehmer ausgemacht werden.

Ferner können Investoren ihre Investitionsrisiken durch einen über mehrere Vintage-Jahre und Regionen diversifizierten Portfolioaufbau sowie eine sorgfältige Auswahl der durch Private Equity Fonds geführten Unternehmen senken. Dabei stellen die institutionalisierte Struktur und die Möglichkeit, den Unternehmen zeitnah neues Eigenkapital hinzuzuführen, zentrale Aspekte dar.

<sup>1</sup> Frankfurter Allgemeine Zeitung 21.04.2015

#### **4) ATTRAKTIVITÄT NIMMT BEI STEIGENDEN ZINSEN ZU**

Mit dem Abklingen der Covid-19 Pandemie zeichnen sich nun eine zunehmende Inflation und potenziell steigende Zinsen ab. Die Inflationsrate in Deutschland – gemessen als Veränderung des Verbraucherpreisindex zum Vorjahresmonat – lag im Juni 2021 bei +2,3%.<sup>2</sup> Bundesbank Präsident Dr. Jens Weidmann geht davon aus, dass für Deutschland zum Jahresende 2021 die Inflationsraten in Richtung 5 % gehen könnten, wobei aber auch vorübergehende Effekte am Werk sind.<sup>3</sup> Auch in den USA sind die Verbraucherpreise im Juni 2021 um 0,9% gestiegen und lagen um 5,4% über dem Vorjahreswert.<sup>4</sup> Beide Steigerungen übertrafen die Konsenserwartungen der Analysten und erreichten damit Höchststände wie zuletzt vor 13 Jahren. Für Investoren stellt sich die Frage, was diese Ausgangslage für Investitionen im Bereich Direct Lending bedeuten würde. Im Gegensatz zu Anleihen, bei denen der Kurs bei steigenden Zinsen sinkt, verfügen vor- und nachrangige Darlehen über eine variable Verzinsung. Diese setzt sich aus dem Basiszinssatz (z.B. EURIBOR), der mit einem Mindestzinssatz (sogenannter Floor) vor Negativzinsen schützt, und der Zinsmarge zusammen. So würde ein Kredit mit einer 6% Zinsmarge beispielsweise eine Gesamtverzinsung von dem höheren aus Floor oder EURIBOR zuzüglich der 6% Zinsmarge erwirtschaften. In einem steigenden Zinsumfeld würde folglich der Basiszinssatz und damit die Gesamtverzinsung variabel verzinsten Darlehen steigen.

#### **5) DIRECT LENDING: EIN FALLBEISPIEL AUS DER PRAXIS**

Im Dezember 2018 kaufte ein europäisches Private Equity Haus einen Anbieter von Domain-Registrierungen und Webhosting-Dienstleistungen. Die Firma, die 1999 gegründet worden war, wies zu diesem Zeitpunkt eine führende Marktpräsenz in Belgien und Dänemark auf und war gut positioniert für das Wachstum in weiteren europäischen Märkten.

Für einen Kreditgeber ergab sich also eine sehr attraktive Investitionsmöglichkeit, da es sich um einen Dienstleistungsmarkt handelt, der ein langfristiges Wachstumspotenzial aufweist und der Kreditnehmer aufgrund seiner basierend auf Domain- und Hosting-Abonnements stabilen Umsätze profitabel erschien. Die Herausforderung bei der Finanzierung bestand darin, dass das geplante rasante Wachstum nicht nur organisch, sondern auch durch weitere Unternehmenszükäufe realisiert werden sollte. Solche sogenannten Plattformstrategien verlangen von Kreditgebern die Fähigkeit

und hohe Bereitschaft, einen Kreditvertrag laufend anzupassen und bei Unternehmenszükäufen auch zu erweitern. Dafür sind in einer solchen Situation aber auch relativ hohe Zinsmargen und – sowohl bei Erstvergabe sowie Kreditanpassungen – Gebühren marktgängig.

Bereits 2019 konnte das Unternehmen Zukäufe in den Niederlanden und in Italien realisieren, was jeweils zu Aufstockungen des Kreditvolumens führte. Hierbei gilt es zu beachten, dass bei solchen Transaktionen sowohl die hinzugekauften Unternehmen als auch das neue, integrierte Gesamtunternehmen einer detaillierten Due Diligence unterzogen werden. Dies lässt sich am besten bewerkstelligen, indem auf Industrieexperten zurückgegriffen wird, die ihren jeweiligen Markt gesamthaft und kontinuierlich verfolgen.

Im Jahr 2020 kam durch die Pandemie der Stresstest auf das Unternehmen zu. Es stellte sich jedoch schnell heraus, dass durch die verschiedenen COVID-Restriktionen der Trend zur Digitalisierung weiter beschleunigt wurde. Damit hatte das Unternehmen in Rekordzeit die Voraussetzungen für den Zugang zum Markt für breit syndizierte Kredite erreicht. Dazu zählte massgeblich eine Mindestgröße, die ein für den breit syndizierten Markt ausreichendes Kreditvolumen rechtfertigt. Und somit wurde der Direct Lending Kredit bereits im Jahr 2021 durch einen für das Unternehmen günstigeren Kredit vom Markt für breit syndizierte Darlehen abgelöst.

Für die Direct Lending Kreditgeber stellte dies ein sehr gutes Ergebnis dar, weil der Kredit zum Nominalwert zurückbezahlt wurde, was einerseits eine gute Rendite realisierte und andererseits eine attraktive Wiederanlage des Kapitals ermöglichte. Generell können Darlehensgeber bei vorzeitiger Rückzahlung eines Kredites die sogenannte Vorfälligkeitsentschädigung einnehmen, die häufig bei frühzeitiger Tilgung fällig wird. Ein weiterer Vorteil der frühzeitigen Tilgung ist der Umstand, dass der gewöhnlicherweise zu Darlehensbeginn anfallende Abschlag zum Nennwert, der sogenannten "original issue discount", über eine kürzere Laufzeit zu einer höheren annualisierten Rendite führt. Ausserdem kann das zum Nennwert zuzüglich der Vorfälligkeitsentschädigungen zurückerhaltene Kapital nun frühzeitiger in einen neuen Kredit investiert werden, der wiederum in der Regel mit einem Abschlag zum Nennwert vergeben wird.

<sup>2</sup> [Inflationsrate im Juni 2021 bei +2,3 % - Statistisches Bundesamt \(destatis.de\)](#)

<sup>3</sup> [„Inflationsraten, die in Richtung 5 Prozent gehen“ | Deutsche Bundesbank](#)

<sup>4</sup> [CNBC Link](#)

## 6) ZUSAMMENFASSUNG

- Private Debt wurde im Niedrigzinsumfeld zu einer beliebten Anlageklasse für institutionelle Investoren
- Direct Lending hat sich über die Jahre zum gängigsten Subsegment der Private Debt Anlageklasse entwickelt
- Direct Lending hat nun auch den Stresstest der COVID-19 Pandemie bestanden
- Vor allem konservativ umgesetzte und diversifizierte Direct Lending Portfolios mit einem Fokus auf wenig zyklische Sektoren, profitable Kreditnehmer und professionelle Eigentümer erwiesen sich als sehr resistent
- Für Unsicherheiten bezüglich der Inflation und eines Zinsanstiegs sind Direct Lending Investoren gut positioniert

### Autor:

Partners Group  
 Zugerstrasse 57  
 6341 Baar-Zug  
 Switzerland  
[www.partnersgroup.com](http://www.partnersgroup.com)



**Alexander Ott**  
 Managing Director,  
 Private Debt Europe  
 Tel.: +41417846305  
 E-Mail:  
[alexander.ott@partnersgroup.com](mailto:alexander.ott@partnersgroup.com)

Die Pandemie hat den langfristigen Trend zum Arbeiten im Homeoffice noch verstärkt. Dadurch entstehen neue Gewinner und Verlierer auf dem Markt für Büroimmobilien.

Die Pandemie wirkte wie ein Turbo für bereits existierende Trends wie E-Commerce und das Arbeiten von zu Hause. An den Märkten führte das zu einer Neuordnung, in der Branche für Gewerbeimmobilien gibt es Gewinner und Verlierer. Was heißt das für Anleger? John Murray, Global Head of Private Commercial Real Estate bei PIMCO, Francois Trausch, CEO und CIO von Allianz Real Estate, und Megan Walters, Global Head of Research bei Allianz Real Estate, diskutieren darüber mit Michael Chandra, Head of the U.S. Public Client Practice bei PIMCO. Das Quartett erörtert seine Sicht der Märkte, insbesondere mit Blick auf den Markt für Büroflächen.

**F: Bevor Sie uns Einblick in den Markt für Büroflächen geben: Könnten Sie uns zunächst eine Idee davon vermitteln, wie hoch die weltweiten Transaktionsvolumina im ersten Quartal in verschiedenen Weltregionen waren und welche Anlageformen dabei am besten abschnitten?**

**Walters:** Die weltweiten Transaktionsvolumina gingen um 26 Prozent in den USA und um 27 Prozent in Europa zurück. In Asien betrug der Rückgang zwölf Prozent. Das überrascht nicht in Anbetracht der Pandemie. Mehrfamilienhäuser hielten sich außerordentlich gut, und zwar in den USA und in Europa.

In Europa sprang das Transaktionsvolumen für Mehrfamilienhäuser im ersten Quartal, gemessen in US-Dollar und verglichen mit dem Vorjahresquartal, um 66 Prozent nach oben. Zwei der größten Deals in diesem Quartal entfielen auf Wohnimmobilien. In Asien entwickelte sich der Industriebereich am besten, insbesondere die Logistikbranche. Die Volumina stiegen um fünf Prozent gegenüber 2020 und um 22 Prozent gegenüber 2019. Mehrfamilienhäuser hatten, gemessen am Transaktionsvolumen, in den USA im ersten Quartal die Nase vorn. Dieses Segment schrumpfte nämlich nur um zwölf Prozent, während Einzelhandelsimmobilien um 42 Prozent, Büro-Immobilien um 36 Prozent und Immobilien aus Industrie und Logistik um 41 Prozent nachgaben.

**Trausch:** Die disruptiven Kräfte der Pandemie haben langfristige Trends wie die Verstärkung beschleunigt. Junge Leute möchten in Städten leben, nahe an ihren Arbeitsplätzen, an Bildungs- und Gesundheitseinrichtungen. Ein anderer Trend, der sich eindeutig verstärkte, ist die zügige Akzeptanz von Technologien inklusive E-Commerce und das Nutzen von Telefonkonferenzen. Davon abgesehen, haben sich Anleger angesichts der Pandemie auf die Core- und Core-Plus-Segmente konzentriert, wo sie Qualität und stabile Renditen erwarten konnten und gleichzeitig die Chance hatten, von pandemiebedingten Marktverwerfungen zu profitieren. Wenn die Anleger keine passenden Immobilieninvestments im Core-Bereich finden, sind sie auch bereit, für einen Renditeaufschlag zu sorgen, indem sie eben aktiv Core-Investments produzieren. (Das kann in der Praxis so ablaufen, dass sie solvente, langfristige Mieter für ein Gebäude suchen, das keine oder nur niedrige aufgeschobene Instandhaltungskosten und nur einen geringen Verschuldungsgrad aufweist.)

**Murray:** Ich sehe das auch so. Das hat den Markt ziemlich auf den Kopf gestellt und in verschiedenen Sektoren zu einer starken Spreizung bei der Performance geführt – stärker, als ich das jemals in meiner ganzen Karriere gesehen habe. Wo man die neuen Gewinner und Verlierer findet, hängt folglich sehr stark von den jeweiligen Sektoren ab.

Die **Hotelbranche** etwa war kurzfristig ein Verlierer, sollte sich aber unserer Ansicht nach schrittweise, wenngleich uneinheitlich erholen. Während die Branche in den USA eine geradezu dramatische Erholung erlebt, bleibt der Druck in Europa, wo die Lockdowns länger dauerten, bestehen. Hotelimmobilien in dieser Region leiden unter massivem Kapitalmangel, wobei wir aber glauben, dass das nur ein temporäres Phänomen ist. In den USA ist der Umsatz pro verfügbarem Zimmer auf rund 75 Prozent des Niveaus von 2019 zurückgekehrt. Das deutet darauf hin, dass es in Europa ähnlich laufen könnte, sobald dort die Quarantäneregeln gelockert werden.

Im Gegensatz dazu gehen wir davon aus, dass Immobilien für den **Einzelhandel** zu den langfristigen Verlierern gehören werden. Die Vermieter solcher Gebäude leiden genauso wie ihre Mieter. Und wir glauben nicht, dass das Geld aus den Konjunkturpaketen ausreichen wird, um viele dieser notleidenden Anlage-Objekte zu retten. Tatsächlich könnten sich die Probleme im Jahr 2022 sogar noch verschlimmern. Viele Mieter werden nie wieder in diese Gebäude zurückkehren. Oder sie werden, wie in den USA, die Gebäude aufgeben und räumen, wenn die Darlehen und Kredite aus dem sogenannten „Paycheck Protection Program“ (PPP) auslaufen.

<sup>1</sup> Real Capital Analytics

Was den Druck weiter erhöhen wird, ist eine regelrechte Welle aus fällig werdenden Krediten, inklusive solchen für Einkaufszentren in den USA. Hinzu kommen viele Core-Fonds, die ihre Engagements in Einzelhandelsimmobilien zurückfahren wollen. Für uns gehört deshalb der Einzelhandel nicht länger in ein Core-Portfolio. Wir erwarten, dass es Chancen gibt bei Immobilien, die eine Nutzungsänderung erfahren. Aber die Preise werden deutlich niedriger liegen als zu den Zeiten, als diese Gebäude noch vom Einzelhandel genutzt wurden.

Die **Industriebranche** war der große Gewinner. Die institutionelle Nachfrage erreichte Rekordhochs, gestützt von dem langfristigen Trend hin zu E-Commerce. Ein anderer Sektor mit starker Performance ist der Markt für **Wohnimmobilien**. Langfristig könnte zwar ein Anstieg der Zinsen für Druck sorgen und die Performance bei Einfamilienhäusern bremsen. Aber wir erwarten, dass Mehrfamilien-Mietobjekte weiter von einer günstigen demografischen Entwicklung profitieren werden. Ein Aspekt, den man auf dem US-Mietmarkt im Auge behalten muss, ist die Zahl der Mieter, die säumig werden, wenn die Konjunkturprogramme auslaufen. **Wohnimmobilien** wie zum Beispiel Senioren- und Studentenheime erleben eine steigende Nachfrage von institutioneller Seite. Zu guter Letzt erwarten wir, dass der Markt für **Büroflächen** –den wir gleich noch genauer ansehen werden – sowohl Gewinner als auch Verlierer sehen wird. Die Mieter in diesem Segment werden in der Regel nicht säumig, obwohl sie die Büros gar nicht nutzen. Aber der Druck dürfte ganz eindeutig zunehmen, wenn die Verträge kleinerer Mieter verlängert werden und zur Refinanzierung anstehen.

## **F: Arbeitgeber rund um den Globus kündigen Programme zur Rückkehr ihrer Mitarbeiter in die Büros an. Was sagen uns die Mietvolumina und die Umfragen?**

**Walters:** Es überrascht nicht, dass die Mietvolumina weltweit um rund 30 Prozent zurückgegangen sind. In den USA ist der Rückgang mit 45 Prozent im ersten Quartal sogar noch ausgeprägter. Mehr als die Hälfte dieser Vermietungen (56 Prozent) sind Verlängerungen. Aktuelle Umfragen zeigen, dass die Mehrheit der Firmen, insbesondere große Arbeitgeber, erst zu einem späteren Zeitpunkt entscheiden wollen, ob sie in vollem Umfang in die Büros zurückkehren. Die Umfragen haben gezeigt: Drei von vier Firmen erwarten, dass rund 20 Prozent ihrer Mitarbeiter an zwei Wochentagen von zu Hause aus arbeiten werden. Was dabei interessant ist: Mehr als die Hälfte der befragten Unternehmen geht davon aus, die Bürofläche pro Mitarbeiter aus Gesundheits- und Hygienegründen um ganze 20 Prozent auszuweiten. Sie wollen damit auch stärker auf Zusammenarbeit ausgerichteten Arbeitsstilen gerecht werden.

## **F: Wenn man diese unterschiedlichen Trend bei den Büroflächen ansieht: Glauben Sie, dass die benötigten Flächen schrumpfen oder steigen werden?**

**Walters:** Im Durchschnitt glauben wir, dass sich die Vorstellungen der Arbeitgeber, einerseits flexible Arbeitszeiten anzubieten und andererseits die Zahl der Beschäftigten pro Bürofläche zu reduzieren, bei erstklassigen Büro-Immobilien neutralisieren werden; die Nachfrage nach solchen 1a-Büroflächen wird insgesamt viel weniger vom Homeoffice-Trend beeinflusst, als dies bei zweitklassigen Büro-Adressen mit ebenfalls nur zweitklassiger Qualität der Fall sein dürfte. Allerdings glauben wir, dass sich Unternehmen mit klassischen Arbeitsraumaufteilungen und Einzelzimmern dafür entscheiden werden, die Kosten zu reduzieren – vor allem mit Blick auf den nächsten Konjunkturabschwung –, indem sie dichter besetzten Großraumbüros den Vorzug geben werden, wie sie in überfüllten und beengten Großstädten wie New York, Singapur und London häufig zu finden sind. Diese Großraumbüro-Entwürfe können den Flächenbedarf um rund 20 Prozent verringern. Auf lange Sicht werden für das Büro der Zukunft nicht nur offene Grundrisse und Raumaufteilungen charakteristisch sein, sondern vermutlich auch zeitgemäße Features, die mehr den „Look & Feel“ einer auf Zusammenarbeit ausgerichteten Event-Location oder eines Cafés aufweisen.

## **F: Unterscheidet sich der Ausblick für die Nachfrage nach Büroflächen von Region zu Region und zwischen urbanen und vorstädtischen Bereichen?**

**Walters:** Wenn wir uns Städte rund um die Welt ansehen, dann stellen wir fest, dass sich Belegungsgrade und Mietniveaus allgemein an der Bevölkerungsdichte orientieren und nicht so sehr am Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt (BIP), wie viele wohl vermuten würden. Sehr verdichtete Städte wiederum tendieren zu Großraumbüros, in denen mehr Menschen auf derselben Fläche untergebracht werden können. Mit Blick auf höher verdichtete Städte glauben wir, dass diese dem Homeoffice-Trend besser Paroli bieten und widerstandsfähiger sein könnten. Sie haben mit offenen Raumaufteilungen den Platz bereits maximiert. Und wenn Büroflächen aufgegeben werden, weil Firmen scheitern, dann gibt es in stärker verdichteten Städten mehr potenzielle alternative Nutzer für diese Flächen. Charakteristisch für diese asymmetrische Angebots- und Nachfragedynamik ist eine fixe Zahl von Gebäuden höchster Qualität und vielen unterschiedlichen Nutzern, die zur Anmietung solcher Büroflächen grundsätzlich infrage kommen.

**Trausch:** Asien hat die am stärksten verdichteten Städte weltweit. Die Menschen in Asien sind bereits wieder an ihre Arbeitsplätze zurückgekehrt. Entsprechend gut hat sich der Markt für Büroflächen entwickelt. Das Wirtschaftswachstum in der Region trägt ebenfalls zur starken Nachfrage nach Büroflächen bei.

In Europa hält der Trend zur Rückkehr in die Büros an. Einige Städte wie Paris oder London sind sehr dicht belegt und haben bereits offene Raumkonzepte umgesetzt, was wenig Spielraum lässt für das Einsparen von Platz. Aber in vielen mittelgroßen Städten könnte Platz frei werden, wenn sich Büros in offene Räume verwandeln. Allerdings: Im Gegensatz zu Amerikanern und teilweise auch Asiaten ziehen Europäer nicht so häufig um. Sie neigen eher dazu, in der Stadt zu bleiben, in der sie aufgewachsen sind. Das zieht dem Markt gewissermaßen eine Decke ein und bietet ein gewisses Maß an Stabilität und periodisch wiederkehrende Einkünfte trotz der Rückgabe von Büroflächen.

**Murray:** Die USA weisen wie kein anderes Land stark unterschiedliche Ergebnisse und Charakteristika aus, was den Büroflächenbedarf nach der Pandemie angeht. Die Datenlage in großen Städten wie New York und San Francisco wird vernebelt von einem temporären Trend zum Umzug in die Vorstädte. Wir sehen nur sehr begrenzt, dass Mieter in Verzug geraten. Wenn Verträge in den kommenden Jahren jedoch zur Verlängerung und Refinanzierung anstehen, dann erwarten wir wachsenden Druck bei zweitrangigen Büroflächen, die von kleineren Mietern gehalten werden und ihr Raumkonzept noch nicht entzerrt haben.

Dazu kommen in den USA noch weitere maßgebliche Trends. Einer ist der Umzug von Firmen von Standorten mit höheren Steuern in Regionen mit niedrigeren Abgaben wie Austin und Dallas. Wir denken nicht, dass das für große Städte verhängnisvolle Auswirkungen haben wird, aber es lässt die Nachfrage nach solchen relativ kleinen Niedrig-Steuer-Märkten steigen. Darüber hinaus haben einige Märkte ihre ganz eigenen Beschäftigungsmotoren, die die Trends zum Homeoffice aufwiegen können. Das Silicon Valley ist hierfür ein gutes Beispiele.

**F: Megan, gibt es irgendwelche Nachfragetrends, die Sie noch hervorheben möchten?**

**Walters:** Viele große Mieter wollen bis 2030 CO<sub>2</sub>-neutral sein. Wenn die Städte diesen Schritt unterstützen und solche Mieter anlocken wollen, müssen sie für ein günstiges und effektives Nahverkehrssystem sorgen. Das Ziel der CO<sub>2</sub>-Neutralität wird darüber hinaus die Art der Nutzung einschränken. Da kann dann nicht mehr jede Branche einziehen. Wir glauben deshalb, dass sich erstklassige Büroflächen in den Top-Lagen der globalen „Gateway“-Städte gut entwickeln werden, solche in nur zweitklassigen Gegenden jedoch unter dem Trend zur Heimarbeit leiden werden.

Wir konnten im Verlauf des vergangenen Jahrzehnts einen ähnlichen Trend in Europa beobachten – obwohl mit anderen Ursachen – unter dem die Einkaufszentren des Einzelhandels litten. Weil E-Commerce immer populärer wurde, liefen die Renditen für A- und B-Lagen auseinander. Die Top-Einkaufszentren in Bestlagen entwickelten sich weiterhin gut, doch die B-Lagen generierten nur geringe Renditen.

**F: Wenn sich also der Stil der Büroflächennutzung ändert: Was genau kaufen Sie dann? Wonach halten Sie Ausschau?**

**Trausch:** Allianz Real Estate ist ja ein langfristig orientierter Investor. Wir konzentrieren uns auf sogenannte Core-Objekte. Das sind qualitativ hochwertige Assets mit langen Haltezeiten, die stabile Erträge generieren. Traditionell sind wir dabei in Europa unterwegs, engagieren uns jedoch auch immer stärker in den USA und in Asien. Die eine Hälfte des Portfolios besteht aus Büroflächen, die andere verteilt sich gleichmäßig auf Einzelhandel, Industrie, Wohnimmobilien und Studentenheime. In diesem Kontext suchen wir nach zentral und gut gelegenen Bürogebäuden direkt an den Verkehrsknotenpunkten. Unser Investmentteam in Asien hat sich teilweise auf sehr prominente, zentrale Bürolagen konzentriert. Erst kürzlich haben wir einen 50-prozentigen Anteil an einem der besten Bürogebäude Singapurs erworben.

Ein hoher Standard beim Thema ESG ist für Anleger und Mieter gleichermaßen ein wichtiges Thema. Bei allen Büroflächen, die wir kaufen, wollen wir eine klare Strategie zur Reduzierung des CO<sub>2</sub>-Fußabdrucks sehen. Wir suchen darüber hinaus nach Objekten, die den Mietern ein positives Erlebnis bieten. Diese wünschen sich heutzutage nämlich mehr Annehmlichkeiten und Zusatzausstattungen. Sie wollen mehr Technologie in ihren Gebäuden. Gemischte Nutzungskonzepte sind gefragt beim Einzelhandel, bei Büroflächen und beim privaten Wohnen. Zu unseren aktuellen Akquisitionen in Europa gehören auch prominente Komplexe in Paris und Belgien.

## F: Worauf liegt der Fokus in den USA, insbesondere im Bereich der opportunistischen Investments?

**Murray:** PIMCO war aktiv im höher verzinsten, kürzer laufenden Teil des opportunistischen Markts. Das beinhaltet auch Kredite und Equity aus öffentlichen und privaten Quellen. Unsere Büroflächen-Strategie konzentriert sich auf jene Arbeitgeber, die nicht Heimarbeit anbieten werden. Wir haben zum Beispiel im Silicon Valley in den vergangenen neun Monaten zwei leer stehende Bürokomplexe erworben. Wir argumentieren da folgendermaßen: Das Silicon Valley ist ein Markt, auf dem Entwicklung und Forschung eine zentrale Rolle spielen. Das lässt sich aber nicht so leicht von zu Hause aus bewerkstelligen. Und deshalb glauben wir, dass solche Marktsegmente weniger stark unter Druck geraten werden. Beide Bürokomplexe sind fit für die Zukunft: Sie sind gut für eine flexible Nutzung und eine personelle Entzerrung gerüstet. Eines der Häuser ist bereits LEED-zertifiziert (= Leadership in Energy and Environmental Design), das andere wird nach der Sanierung so weit sein.

Quelle dieser Informationen sind PIMCO und Allianz Real Estate, soweit nicht anders angegeben.

**Über PIMCO und Allianz Real Estate:** 2020 wurde Allianz Real Estate innerhalb der Allianz-Gruppe ein Teil von PIMCO. Die neue Partnerschaft führt zwei Organisationen zusammen, die sich mit ihrem jeweiligen geografischen Fokus, den Produkten und ihrer Erfahrung bestens ergänzen. Es entstand einer der größten Immobilieninvestoren weltweit mit rund 180 Milliarden US-Dollar unter Verwaltung im privaten und öffentlichen Immobilienbereich.<sup>2</sup> Indem sie ihre Kräfte bündeln, decken PIMCO und Allianz Real Estate nun das gesamte Spektrum an Immobilieninvestments ab – von stabilen Basisanlagen bis zu opportunistischeren Investments.

<sup>2</sup> Die Anlagen setzen sich zusammen aus denen von PIMCO und Allianz Real Estate (Private Equity, börsennotiertes Kapital, private und öffentliche Kredite). Stichtag: 31. März 2021

## Kontakt:

PIMCO Europe GmbH  
Seidlstraße 24-24a  
80335 München  
Tel.: +49 89 26209 6000  
E-Mail: [ALTS\\_GE@pimco.com](mailto:ALTS_GE@pimco.com)



**John Murray**  
Global Head of Private Commercial  
Real Estate  
PIMCO



**Francois Trausch**  
CEO und CIO  
Allianz Real Estate



**Megan Walters**  
Global Head of Research  
Allianz Real Estate



**Michael Chandra**  
Head of the U.S. Public Client Practice  
PIMCO

Dieses Material wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und sollte nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder damit verbundenen Finanzinstrumenten in irgendeiner Rechtsordnung verstanden werden.

**Die vergangene Wertentwicklung ist keine Garantie und kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.** Es kann nicht garantiert werden, dass die oben genannten Anlagen positive Ergebnisse erzielen werden. Die genannten Investitionen dienen lediglich der Veranschaulichung als allgemeine Beispiele für die Arten von gewerblichen Immobilieninvestitionen (CRE), die von PIMCO und Allianz Real Estate erworben werden können. Es kann nicht garantiert werden, dass sich die genannten Trends fortsetzen oder PIMCO weiterhin Zugang zu vergleichbaren Anlagen haben wird. Die hierin dargestellten Informationen beziehen sich auf ein bestimmtes Datum, können sich seitdem geändert haben und unterliegen künftigen Änderungen.

**Alle Investments enthalten Risiken und können an Wert verlieren. Investitionen in gewerbliche Immobiliendarlehen** unterliegen Risiken wie vorzeitiger Rückzahlung, Zahlungsverzug, Zwangsvollstreckung, Verlustrisiken, Instandhaltungsrisiken und nachteiligen aufsichtsrechtlichen Entwicklungen, wobei diese Risiken im Fall von notleidenden Krediten noch größer sein können. Der Wert von **Immobilien** und Portfolios, die in Immobilien investieren, kann aufgrund folgender Faktoren schwanken: Verluste aus Unfällen oder Enteignungen, Änderungen der lokalen und allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen, Angebot und Nachfrage, Zinssätze, Grundsteuersätze, aufsichtsrechtliche Beschränkungen für Mieten, Bebauungsvorschriften und Betriebskosten. Anlagen in hypotheke- und **forderungsbesicherten Wertpapieren** sind hochkomplexe Instrumente, die empfindlich auf Änderungen der Zinssätze reagieren und dem Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung ausgesetzt sein können. Anlagen in Wertpapieren, die auf **ausländische Währungen** lauten **und/oder in anderen Ländern beheimatet** sind, können aufgrund von Währungsschwankungen sowie wirtschaftlichen und politischen Risiken, die in Schwellenländern verstärkt auftreten können, mit einem erhöhten Risiko verbunden sein. **Hochverzinsliche Wertpapiere mit niedrigerem Rating** bergen ein höheres Risiko als Wertpapiere mit höherem Rating; Portfolios, die in diese Wertpapiere investieren, können einem höheren Kredit- und Liquiditätsrisiko ausgesetzt sein als Portfolios, die dies nicht tun. **Private Credit** beinhaltet eine Anlage in nicht öffentlich gehandelte Wertpapiere, die einem Illiquiditätsrisiko unterliegen. Portfolios, die in private Kredite investieren, können gehebelt sein und spekulative Anlagepraktiken anwenden, die das Risiko von Anlageverlusten erhöhen. Private Credit kann auch **immobilienbezogenen Risiken** unterliegen, zu denen neue aufsichtsrechtliche oder gesetzliche Entwicklungen, die Attraktivität und die Lage von Immobilien, die finanzielle Lage von Mietern, potenzielle Haftungen aufgrund von Umwelt- und anderen Gesetzen sowie Naturkatastrophen und andere Faktoren gehören, die außerhalb der Kontrolle des Managers liegen.

**Sozial verantwortliches Investieren** ist seinem Wesen nach qualitativ und subjektiv, und es kann nicht gewährleistet werden, dass die von PIMCO herangezogenen Kriterien oder die vorgenommene Beurteilung die Auffassungen oder Werte eines bestimmten Anlegers widerspiegeln. Informationen über verantwortungsbewusste Praktiken beruhen auf freiwilligen Berichten oder Berichten von Dritten, die möglicherweise nicht fehlerfrei oder vollständig sind. PIMCO ist von solchen Informationen abhängig, um das Bekenntnis eines Unternehmens zu verantwortungsbewussten Praktiken oder deren Umsetzung zu beurteilen. Sozial verantwortliche Normen unterscheiden sich je nach Region. Es gibt keine Garantie, dass die sozial verantwortliche Anlagestrategie und die angewandten Techniken erfolgreich sein werden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie und kein zuverlässiger Indikator für künftige Ergebnisse.

Die anhaltenden langfristigen Konsequenzen von Covid-19 für die Kreditmärkte und die globale Wirtschaftstätigkeit bleiben ungewiss und hängen in hohem Maß von der Entwicklung von Therapien, staatlichen Maßnahmen und anderen wirtschaftlichen Faktoren ab. Die geäußerten Einschätzungen entsprechen dem Stand zum angegebenen Datum und geben eventuell nicht die jüngsten Marktentwicklungen wider. Aussagen zu Trends an den Finanzmärkten oder Portfoliostrategien basieren auf den aktuellen Marktbedingungen, die Schwankungen unterliegen. Es wird keinerlei Gewähr dafür übernommen, dass die angegebenen Anlagestrategien in jedem Marktumfeld erfolgreich durchsetzbar und für alle Anleger angemessen sind. Anleger sollten daher ihre Möglichkeiten eines langfristigen Engagements insbesondere in Phasen rückläufiger Märkte überprüfen. Ausblick und Strategien können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Prognosen, Schätzungen und bestimmte hierin enthaltene Informationen beruhen auf eigenen Recherchen und sind weder als Anlageberatung noch als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Prognosen und Schätzungen haben bestimmte inhärente Grenzen. Darüber hinaus sollten Verweise auf zukünftige Ergebnisse nicht als Schätzung oder Versprechen von Ergebnissen ausgelegt werden, die ein Kundenportfolio erreichen kann.

PIMCO erbringt Dienstleistungen für qualifizierte Institutionen, Finanzintermediäre und institutionelle Anleger. Privatanleger sollten sich an ihren eigenen Finanzberater wenden, um die für ihre finanzielle Lage am besten geeigneten Anlageoptionen zu ermitteln. Diese Veröffentlichung gibt die Meinungen des Verfassers wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung für ein bestimmtes Wertpapier, eine Strategie oder ein Anlageprodukt dar. Die hier enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten; es wird jedoch keine Gewähr übernommen. Ohne ausdrückliche schriftliche Erlaubnis darf kein Teil dieser Materialien in irgendeiner Form vervielfältigt oder in anderen Publikationen zitiert werden. PIMCO ist in den Vereinigten Staaten von Amerika und weltweit eine Marke von Allianz Asset Management of America L.P. ©2021, PIMCO.

Börge Grauel, Co-Head Private Debt, und Konstantin Schuster, Investment Manager, YIELCO Investments AG

## Einführung zu Specialty Lending

Seit mehr als zehn Jahren hat sich der klare strukturelle Trend verfestigt, dass ein immer größerer Anteil des Kreditmarktes nicht mehr klassisch über Banken abgewickelt wird, sondern über anderweitige Marktteilnehmer. Bei größeren Volumina ist das vornehmlich der liquide Kapitalmarkt über syndizierte Kredite oder börsennotierte Anleihen. Im Mid-Market kommen hingegen Private Debt-Lösungen zum Einsatz: insbesondere Direct Lending hat sich als Finanzierungsalternative etabliert und trifft auf den Bedarf von institutionellen Investoren, alternative Ertragsquellen zu erschließen. Die Finanzierungsanlässe sind hierbei aber nicht breit gestreut, im klaren Fokus derartiger Strategien stehen überwiegend Unternehmenskredite im Leveraged Finance-Kontext, also die Finanzierung von Private Equity-Akquisitionen. Dieser Ausschnitt des Marktes verfügt über eine Reihe positiver Attribute, die aus Anlegersicht nachhaltig attraktiv sind. Das Segment ist inzwischen etabliert, ein weites Feld an Fondsan-

biern ist aktiv, eine längere Performancehistorie ist verfügbar und die Markttransparenz inzwischen recht hoch. Gleichwohl die Investitionslogik von Direct Lending sehr schlüssig ist - die nachhaltige Ertragskraft der finanzierten Unternehmen als Kreditbasis (sog. „Cash-Flow-Lending“) - so ist nicht zu vernachlässigen, dass es sich hierbei nur um einen engen Blick auf den Kreditmarkt handelt. Aus Sicht der Portfoliosteuerung ist zu berücksichtigen, dass über 80% des Kapitals in Verbindung mit der Aktivität des Private Equity-Marktes steht und Anleger somit über ein Exposure in Direct Lending letztlich der Dynamik in diesem Bereich unterworfen sind.

Ein weites Feld an Finanzierungsthemen wird durch diese Fonds gar nicht bedient, das sich übersichtshalber in die Segmente Consumer, Commercial, Real Assets, Corporate, und Nischen-Assets unterteilen lässt. Übergreifend folgt die Kreditphilosophie hier einem «Asset-based»- Ansatz, bei dem verwertbare Vermögensgegenstände den Kredit absichern. Dies können konkrete, physische Assets, wie Immobilien, oder auch finanzielle Assets wie kurzlaufende Darlehensportfolien sein.

## Specialty Lending-Sektoren



### Consumer

- » Forderungen
- » Kreditkarten
- » Point of Sale Finance



### Commercial

- » SMEs
- » Equipment Finance
- » Trade Finance / Factoring



### Real Assets

- » Infrastrukturprojekte
- » Transport
- » Immobilien



### Corporate

- » Asset-orientiert Corporate
- » Healthcare Lending / Royalties
- » Technologie / Software Recurring Revenue



### Esoteric Assets

- » Royalties / Musik-/ Filmrechte
- » Litigation Finance
- » Life Settlements

Innerhalb dieser Sektoren entfällt weiterhin der Großteil auf banken- oder kapitalmarktorientiertes, investmentgrade-nahes Volumengeschäft. Specialty Lending setzt genau dort an, wo Komplexität verhindert, dass notwendiger Finanzierungsbedarf schnell und effizient prozessiert werden kann. Es bedarf hier eines individuellen Vorgehens mit deutlich intensiverer, detaillierterer Kreditprüfung und bilateraler, massgeschneiderter Strukturierung. Etwaige Risiken werden durch die vorrangige Position in der Kapitalstruktur, Asset-Absicherung und zusätzlich beigebrachte Sicherheiten oder Garantien abgedeckt. Naturgemäß handelt es sich somit eher um selektive Nischensituationen, in denen derartige Finanzierungslösungen zum Einsatz kommen. Fondsmanager, die sich auf diese Strategie speziali-

sieren und aktiv Investmentchancen in diesen Lücken im Kreditmarkt suchen, haben aufgrund überschaubarer Wettbewerbsdynamik eine gute Ausgangsbasis, um vorteilhafte Kreditabsicherungen zu implementieren und vergleichsweise hohe Zinssätze bzw. Gesamtrenditen inkl. Gebühren und variablen Erfolgsbeteiligungen zu verhandeln – in der Regel über 10% p.a. Für die Kreditnehmer sind diese Fremdkapitalkosten durchaus ökonomisch rational, weil sich nur darüber, z.B. unter Zeitdruck, ein Projekt oder Business Plan realisieren lässt – bei immer noch attraktiven Eigenkapitalrenditen. Vielfach sind diese Kosten auch nur temporär zu tragen, da eine Specialty Finance-Lösung häufig nach 2 oder 3 Jahren deutlich günstiger refinanziert werden kann.

## Untersuchung zum Rendite-/Risikoprofil

### Herausforderungen und Datenbasis

Es stellt sich die Frage, welche Rendite- und Risikomerkmale diese Anlagestrategie nun auf breiterer statistischer Basis und über einen längeren historischen Zeitraum ausweisen kann und ob die indizierte Renditehöhe nicht mit erhöhter Volatilität und deutlichen Verlustquoten erkauft wird. Es ist schnell ersichtlich, dass es an etablierten Zeitreihen von einschlägigen Benchmarks mangelt. Auch bei den entsprechenden Datenanbietern im Alternatives- / Private Debt-Bereich wird Specialty Lending nicht als eigene Kategorie geführt oder lässt sich herausfiltern. Gerade im Vergleich zu anderen Private Debt-Strategien wie Direct Lending herrscht eine hohe Markttransparenz, die auch der Heterogenität der diversen Einzelstrategien geschuldet ist.

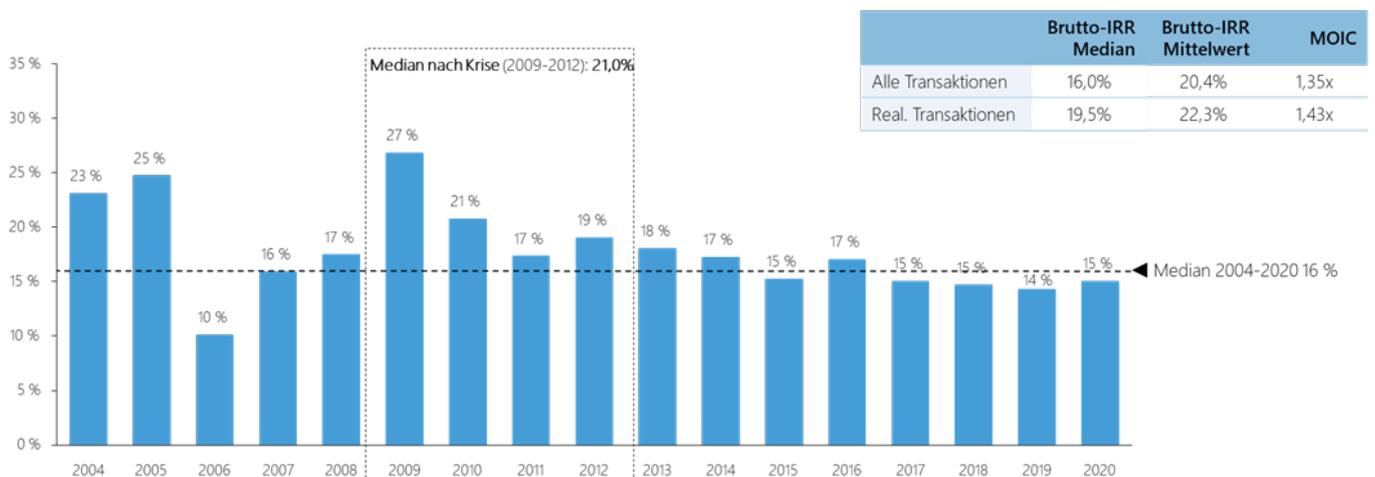
Daher hat YIELCO eine eigene empirische Untersuchung angestrengt, die auf proprietären Daten auf Transaktionsebene im Rahmen der

hauseigenen, mehrjährigen Due Diligence-Analysen von Fondsmanagern in dem Segment beruht. Der Datensatz umfasst rund 2800 Einzeltransaktionen mit einem Investitionsvolumen von 55 Mrd. USD aus 145 Fonds innerhalb eines aussagekräftigen Betrachtungszeitraums von 15 Jahren.

### Rendite

Auf dieser Datenbasis ergibt sich im Median eine IRR von 16% p.a. für alle enthaltenen Transaktionen. In den letzten 10 Jahren liegen die Renditen der einzelnen Jahrgänge konsistent in einer Bandbreite zwischen 14-19%. Frühere Investitionsjahrgänge weisen noch höhere Renditeniveaus von teils 20%+ aus, was u.a. an einem höheren Anteil realisierter Transaktionen liegt, bei denen die zusätzlichen variablen Ertragskomponenten bereits vollständig reflektiert sind. Zum anderen ist auch der Einfluss einer gewissen Marktdynamik darin zu erkennen, dass besonders günstige Einstiegsphasen zu sehr vorteilhaften Ergebnissen geführt haben, wie an den Renditen aus den Jahren 2004 oder 2009-10 abzulesen ist.

Diagramm 1: Bruttorenditen nach Transaktionsjahrgängen



Quelle: YIELCO, Juli 2021; Basierend auf einer Datenbasis von 69 Manager, 145 Fonds und 2783 Transaktionen mit einem kumulierten Investmentvolumen von USD 55,5 Mrd. von 1997-2019; Medianrenditen.

Umgekehrt zeigt sich aber auch, dass die Strategie eine durchaus solide Performance in schwierigeren Zeiten liefern kann. So gibt vor allem der Investitionszeitpunkt vor der Finanzkrise bzw. Rezession 2008/09 – also die Jahrgänge 2006-08 – Aufschluss darüber, inwiefern Specialty Lending von allgemeinen Marktentwicklungen negativ

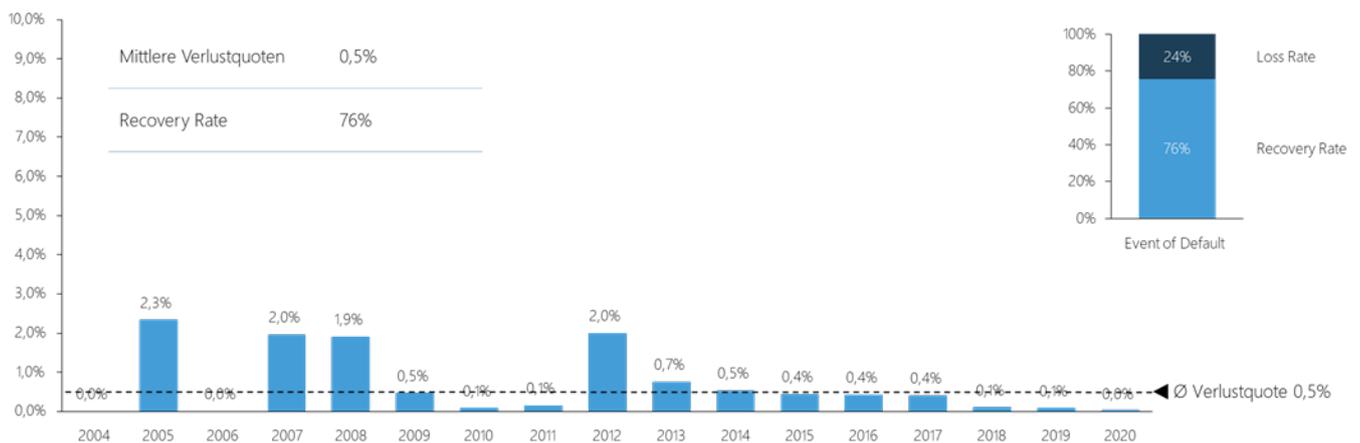
beeinträchtigt wird. So hätte ein Portfolio, zeitlich diversifiziert über diese ungünstigen drei Jahre, eine Rendite in etwa auf dem Niveau des langjährigen Durchschnitts generiert und selbst in jedem einzelnen Jahr eine immer noch mindestens knapp zweistellige Bruttorendite erzielt.

## Risiko

Diese attraktiven Ergebnisse auf der Renditeseite mit wenig Volatilität über die Zeit bestätigen zwei zentrale Elemente von Specialty-Lending-Ansätzen: (1) eine konsistente Basisrendite mit hohen laufenden Zinserträgen und (2) einer signifikanten Risikoabsicherung, die binäre Risiken vermeidet. Dazu lohnt der genauere Blick auf die in den zuvor aufgeführten Renditen enthaltenen Verlustraten. Es zeigt sich in der Untersuchung, dass diese durchgehend auf niedrigem Niveau liegen (langjähriger Median bei 0,5% p.a.) und im Verlustfall das Ausmaß beschränkt ist. Im Falle eines Defaults kann im Schnitt immer noch eine Recovery-Rate von 76% erzielt werden. Damit unter-

scheiden sich die Risikoparameter nicht substantiell von den vielfach zitierten langjährigen Erfahrungswerten aus dem Direct Lending / Leveraged Loan-Markt. Zu beachten ist aber, dass die Risikoabsicherung in den genannten Marktsegmenten sehr unterschiedlich strukturiert ist. Während in letzterem Fall der Cashflow-Lending-Gedanke, und damit auch der konservativ bemessene Unternehmenswert, in einem Stress-Szenario bestimmend ist, steht die Verlustvermeidung bei Specialty Lending als Asset-Based-Lending ursächlich in Zusammenhang mit dem Zugriff auf konkret verwertbare Vermögenswerte, die bei der Strukturierung und Dimensionierung des Kredits im Vordergrund stehen.

**Diagramm 2: Zeitliche Verteilung der jährlichen Verlustquoten**



Quelle: YIELCO, Juli 2021; Kapitalgewichtete annualisierte Verlustquoten (Haltedauer von drei Jahren)

Bricht man nun die aggregierte Betrachtung herunter auf die Entwicklung der Ausfallraten über die Zeit, zeigt sich ein besonders bemerkenswertes Bild: die Verluste verteilen sich recht gleichmäßig über die Jahre. Dies ist zunächst überraschend, da bei Risikoanlagen, wie z.B. High Yield-Anleihen, von einem deutlichen Einfluss des Kredit- und Konjunkturzyklus auf die Verlustraten und damit die erzielten Renditen auszugehen ist. Auch wenn nach der Datenlage der Auswertung eine gewisse Ausfallhäufung bei Krediten ersichtlich ist, die vor der Finanzkrise 2007/08 abgeschlossen wurden und durch diese dann in ihrer Werthaltigkeit beeinflusst wurden, so bleibt festzustellen, dass die erlittenen Verluste deutlich begrenzt blieben und die Renditen nur sehr gedämpft negativ beeinträchtigt haben.

Die vorliegende Analyse zeigt deutlich, dass sich evtl. vermutete Risiken aufgrund der Höhe der Renditeerwartung im Bereich Specialty Lending in der Vergangenheit nicht in signifikanter Höhe materialisiert haben. Die Absicherung insbesondere über Vermögenswerte mit auskömmlicher Sicherheitsmarge verhindert offenkundig im

Fall des Defaults eine beträchtliche Verlussschwere. Die mögliche Hypothese, dass aufgrund zweistelliger Renditen eigenkapitalähnliche Positionen und Risiken mit dann binären Auszahlungsprofilen in Kauf genommen werden, kann damit klar widerlegt werden.

Die empirische Studie beinhaltet explizit keine Daten von jüngeren Krediten, auf welche die aktuelle COVID-Krise 2020/21 einen Einfluss gehabt hat. Dies ist eine systematische Herausforderung der Datenerhebung, die nur ad hoc bei der Begutachtung von Fondsmanagern und nicht auf fortlaufender Basis erfolgt – zumindest nicht in vergleichbarer Breite, die eine statistisch signifikante Schlussfolgerung zulässt. Allerdings hat YIELCO die Entwicklung ausgewählter Fonds im Jahr 2020 Quartal für Quartal detaillierter verfolgt. Bei den Ergebnissen ist ein positiver Bias nicht auszuschließen, da es sich nach YIELCO Einschätzung um hochqualitative Manager handelt, die für ein potenzielles zukünftiges Investment als Due Diligence-Kandidaten vorgemerkt sind. In groben Zügen dürfte die Tendenz aber richtungsweisend für das Strategiesegment sein: die Wertentwick-

lung der Fonds war klar positiv und erreicht im Q3 2020 einen Wert von 105 (im Vergleich zu einem Ausgangswert im Q4 2019 indexiert bei 100). Dabei war auch das Q1 2020 leicht positiv, das im Verdacht gestanden hätte, negative Bewertungsänderungen ausweisen zu müssen. Analog dazu hielten sich die Brutto-IRRs auf Portfolioebene in jedem Quartal relativ konstant bei 15-16%. Somit konnten die wesentlichen Zusammenhänge, die auf längere Sicht beobachtet wurden, auch im derzeitigen Marktumfeld zumindest punktuell bestätigt werden.

## Korrelationen

Zurückkommend auf die langjährige Zeitreihe soll abschließend noch auf den strategischen Portfoliobeitrag von Specialty Lending eingegangen werden, der sich für Investoren bei Aufnahme der Strategie in die Asset Allocation ergeben kann. Neben dem dargelegten attraktiven Rendite-Risiko-Profil ist von einer substantiellen Diversifikationswirkung zu anderen Alternativenanlagen auszugehen, in erster Linie Private Equity und Direct Lending im Bereich Private Debt. Inhaltlich erschließt sich dies aus dem unterschiedlichen thematischen Fokus, wodurch erwartungsgemäß Specialty Lending nur eine sehr geringe Korrelation aufweist von respektive 0,5 und 0,6, da die Finanzierungsanlässe einen anderen Hintergrund aufweisen und die Kredite einer anderen Absicherungslogik folgen.

**Diagramm 3: Korrelation der Brutto-IRRs**

	Private Equity Buyout	Direct Lending	Specialty Lending	Specialty Lending – Sub-Strategien			
				Asset-Based	Loan Portfolios	Special Situations	Growth Debt
Private Equity Buyout	1	0,63	0,48	0,51	0,38	0,13	0,24
Direct Lending		1	0,57	0,65	0,68	0,12	0,36
All Specialty Lending			1	0,97	0,78	0,82	0,59
Asset-Based				1	0,84	0,72	0,72
Loan Portfolios					1	0,39	0,89
Special Situations						1	0,39
Growth Debt							1

Quelle: YIELCO Juli 2021; 2004 – 2019; Direct Lending und Private Equity Buyout Daten aus CEPRES-Datenbank

Zweitens zeigt sich, dass der Specialty Lending-Markt keine homogene Strategie darstellt und sich verschiedene Teilsegmente im Sinne von Anwendungsfällen identifizieren lassen. Für diese gelten tendenziell geringe Korrelationen untereinander – bei ansonsten ähnlicher Kreditphilosophie, Rendite- und Risikostruktur als gemeinsamen Nenner. Folglich kann der Zugang zu dieser Strategie optimiert werden, wenn unterschiedliche Ansätze miteinander kombiniert werden. Die Attraktivität des gesamten Segments geht neben

anderen Faktoren besonders darauf zurück, dass kleinere Manager Marktnischen mit ihrer Spezialexpertise bearbeiten können und daher Komplexität und Marktineffizienzen für sich nutzen können. Dies bedeutet aber auch, dass solche Fonds vielfach thematisch stark konzentriert sind und somit z.B. spezifische Branchentrends einen starken Einfluss haben können. Über die beschriebene Diversifikation können Abhängigkeiten von derartigen Einzelthemen wirkungsvoll ausgeglichen werden.

### Fazit

Private Debt als Anlageklasse hat sich inzwischen als wichtiger Portfolioabaustein in der Asset Allocation institutioneller Anleger etabliert. Im Fokus steht die Erzielung verlässlicher, zinsorientierter Erträge, um den Herausforderungen des Kapitalmarktumfelds im Bereich klassischer Fixed Income-Anlagen zu begegnen. Schwerpunktmäßig sind in den vergangenen Jahren Gelder im ersten Schritt überwiegend in Richtung (Corporate) Direct Lending geflossen. Zur Diversifizierung dieser aufgebauten Alternatives-Portfolien werden zunehmend, aber auch andere Marktsegmente berücksichtigt, insbesondere um die Sensitivität zu Private Equity als Treiber dieser Unternehmenskredite zu reduzieren.

Specialty Lending erweist sich als attraktive Strategie innerhalb von Private Debt, mit der sich die Portfolioqualität erhöhen lässt. Die empirischen Auswertungen von YIELCO zeigen, dass interessante risiko-adjustierte Renditen erzielt werden können, die mehrheitlich auf vertraglichen Ertragsbestandteilen basieren. Die Renditeverteilung über die Jahre zeigt nur sehr milde zyklische Abhängigkeiten. Entsprechend begrenzt waren die realisierten Verlustrisiken, die keine ausgesprochen auffällige zeitliche Häufung in Krisenzeiten ausweisen. Vorrangige Kreditpositionen und substanzielle Asset-Absicherung sind hierfür maßgeblich verantwortlich. Mit diesen positiven Charakteristika eignet sich Specialty Lending als Beimischung im Alternative Credit-Bereich – ein Trend, der außerhalb Deutschlands bzw. Europas schon deutlich verbreiteter aufgegriffen und implementiert wird.

### Kontakt:

YIELCO Investments AG  
Promenadeplatz 12 / 3  
80333 München  
[www.yielco.com](http://www.yielco.com)



**Börge Grauel**

Tel.: +49 (0) 89.2323.9297.73  
E-Mail: [boerge.grael@yelco.com](mailto:boerge.grael@yelco.com)



**Konstantin Schuster**

Investment Manager  
Tel.: +49 (0) 89.2323.9297 - 92  
Fax: +49 (0) 89.2323.9297 - 99  
E-Mail: [konstantin.schuster@yelco.com](mailto:konstantin.schuster@yelco.com)

**06.  
SEP**
**EBS KOMPAKTSTUDIUM CORPORATE  
SUSTAINABLE FINANCE**  
**Oestrich-Winkel**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Start des 2. Jahrgangs des 12-tägigen, berufsbegleitenden EBS Kompaktstudiums Corporate Sustainable Finance. In vier Dreitagesblöcken vermitteln 22 hochspezialisierten Dozenten und Dozentinnen einen Überblick über die Finanzfunktion und ihre zahlreichen Nachhaltigkeitsverknüpfungen.

Im Rahmen des Nachhaltigkeitsmanagements des Unternehmens spielt die Finanzfunktion eine zentrale Rolle. Sie bildet nicht nur die Schnittstelle zum Kapitalmarkt, sondern sie ist auch Mitgestalterin der Geschäftsstrategie sowie die Steuerungszentrale für alle Prozesse, Produkte und Projekte. Sie berichtet über finanzielle und nicht-finanzielle Ergebnisse, überwacht und steuert die Unternehmensrisiken, und sie sorgt für die Finanzmittel, die für den Geschäftsbetrieb kurz- und langfristig notwendig sind. Alle Bereiche der Finanzfunktion im Unternehmen haben ausnahmslos starke Bezüge zu Nachhaltigkeitsaspekten.

Weitere Informationen unter: [www.ebs.edu/csf](http://www.ebs.edu/csf)

**09.-10.  
SEP**
**NEW ENERGY SUMMIT**  
**Zürich**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der New Energy Investor Summit ist die führende Schweizer Veranstaltung für Investitionen in Erneuerbare Energien. Einmal im Jahr vernetzt sich das Top-Management von finanzkräftigen Investoren, Projektentwicklern, Anbietern von Investitionsstrukturen und Dienstleistern aus ganz Europa. Neben Vorträgen, der Podiumsdiskussion und Workshops tauschen sich die Teilnehmenden und Referenten über Marktentwicklungen und Best-Practice-Lösungen aus und klären Fragen zu Kooperationen, Projekten und direkten oder indirekten Beteiligungen in den Technologien Windkraft, Solarenergie, Biomasse und Wasserkraft.

**13.  
SEP**
**PRIVATE DEBT KONFERENZ**  
**Frankfurt**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Private Debt wächst kräftig in Europa und insbesondere in Deutschland. Das zeigen nicht zuletzt Umfragen unter institutionellen Investoren. Besonders der Mittelstand profitiert von diesen alternativen Finanzierungsgesellschaften. Informieren Sie sich über die neuen Chancen und Herausforderungen für Investoren und Kreditgeber.

Weitere Informationen: <https://www.wmseminare.de/veranstaltungen/uebersicht>

**13.  
SEP****EBS BAI KOMPAKTSTUDIUM PRIVATE EQUITY**  
**Oestrich-Winkel**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Start des 19. Jahrgangs des 7-tägigen, berufsbegleitenden EBS BAI Kompaktstudiums Private Equity. In 2 mehrtägigen Blöcken liegt der Fokus auf Private Equity als Assetklasse für institutionelle Investoren.

In einem Marktumfeld geprägt durch niedrige Zinsen steigt die Nachfrage nach alternativen Investitionsmöglichkeiten. Damit rückt Private Equity in den Fokus der Investoren. Beteiligungsmanager und Vermögensverwalter benötigen daher Private Equity-Expertise, um qualifiziert ein Beteiligungsportfolio managen sowie umfassend und kundenorientiert beraten zu können.

Weitere Informationen unter: [www.ebs.edu/pe](http://www.ebs.edu/pe)

**14.-15.  
SEP****SZ-KAPITALANLAGETAG 2021**  
**NEUSTART NACH CORONA IM ASSET MANAGEMENT**  
**– CHANCEN UND STRATEGIEN FÜR INSTITUTIONELLE**  
**INVESTOREN**  
**München & in virtueller Form**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Wie sieht der wirtschaftliche und regulatorische Rahmen nach der Corona-Krise aus? Welche Herausforderungen stellen sich für Altersvorsorge, ESG und Asset-Allokation? Welche Möglichkeiten gibt es bei den liquiden und illiquiden Asset-Klassen und vor allem bei alternativen Investments? Welche Chancen bieten Blended Finance und Private Debt? Und sind digitale Währungen und Assets die Zukunft? Diese Fragen stehen im Mittelpunkt des 6. SZ-Kapitalanlagentages.

Diskutieren Sie mit Investoren aus Versicherungen, Versorgungswerken, Pensionskassen und hochkarätigen Vertretern aus Industrie, Politik und Wissenschaft über innovative Modelle für Ihr Asset-Management.

Weitere Informationen: [www.sv-veranstaltungen.de/kapitalanlagentag](http://www.sv-veranstaltungen.de/kapitalanlagentag)

**15.  
SEP**

**NACHHALTIGE GELDANLAGEN 2021  
KAPITALMARKT, REGULIERUNG UND  
ZUKUNFTSWEISENDE INVESTMENTSTRATEGIEN  
14. JAHRESKONFERENZ  
Frankfurt School of Finance & Management**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Freuen Sie sich auf ein spannendes Programm mit Opening Keynotes von der KfW und Europäischen Investitionsbank und Vorträgen / Podien zu Sustainability-Linked Bond, Regulierung für Banken und Asset Management, Rating. Der Nachmittag wird besonders spannend und interaktiv durch neue Round Table Formate und einem hochkarätig besetzten Podium mit Vertretern von Pensionskassen und Stiftungen.

Nutzen Sie die Chance für einen intensiven Erfahrungsaustausch.

Weitere Informationen zum Programm und zur Anmeldung finden Sie hier: [www.fs-verlag.de/nga](http://www.fs-verlag.de/nga)

Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

**17.- 18.  
SEP**

**ASSETS & LIABILITIES CONVENTION  
Essen**

Die „dnp Assets & Liabilities Convention“ feiert am 16. und 17. September 2021 in der Zeche Zollverein in Essen ihre Premiere.

Wie kaum eine andere Veranstaltung, bildet sie ganzheitlich ein Themenspektrum ab, das vom konkreten Strukturwandel und Reformbedarf in der bAV bis zur makroökonomischen Großwetterlage und den Implikationen für Strategie und Risikomanagement in der Kapitalanlage reicht.

Diskutiert werden die Fragestellungen von den Praktikern, die Altersvorsorge in Deutschland maßgeblich verantworten und gestalten, sowie von den Akteuren in Politik, Forschung und in Notenbanken, die den regulatorischen und geldpolitischen Rahmen setzen.

Werfen Sie gerne einen Blick in das Programm: [www.dnp-online.com/events/assets-liabilities-convention/programm/](http://www.dnp-online.com/events/assets-liabilities-convention/programm/) und sichern sich jetzt noch Ihren Platz.

**21.- 22.**  
SEP

**FACHKONFERENZ SENIOR LIVING**  
München

Das Investoren-Forum „Senior Living“ stellt am 21. und 22. September 2021 in München nachhaltige Wohnformen für Senioren in der DACH-Region auf den Prüfstand. Die demographische Entwicklung bietet Chancen aber auch Risiken für den Immobilienbestand und der -entwicklung. Marktseitig müssen Seniorenobjekte die Bedürfnisse potentieller Kunden als Altersabsicherung aufgreifen. Vorhandene Wohnobjekte können baulich umgestaltet werden und in Kooperationsmodellen mit Service- und Pflegedienstleistern den Mietern individuelle Hilfen anbieten.

Treffen Sie z.B. den Pflegebevollmächtigten der Bundesregierung, Vertreter der Stadt München, Commerz Real, Terragon, Patrizia, GBI, NAI Apollo Healthcare, Aachener Grundvermögen, Swiss Life, Convivo, Hamburgteam Investment, Augustinum, BayernLB, u.v.m

Weitere Informationen finden Sie unter: [www.sv-veranstaltungen.de/senior-living](http://www.sv-veranstaltungen.de/senior-living)

**27.**  
SEP

**EBS KOMPAKTSTUDIUM SUSTAINABLE & RESPONSIBLE INVESTMENTS**  
Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Start des 7. Jahrgangs des 7-tägigen, berufsbegleitenden EBS Kompaktstudiums Sustainable & Responsible Investments mit über 20 Experten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis.

Das Kompaktstudium Sustainable & Responsible Investments der EBS Executive School vermittelt einen strukturierten Überblick und vertiefende Einblicke in das zukunftsorientierte und ökonomisch sowie gesellschaftlich relevante Feld der nachhaltigen Investments. Das berufsbegleitende Weiterbildungsstudium legt dabei einen besonderen Fokus auf den globalen gesellschaftlich-politischen Kontext, auf das ökonomische Konzept, die Besonderheiten für bestimmte Asset-Klassen, auf ESG-Investment-Strategien und auf die Bestimmung von ESG-Wertbeiträgen für Unternehmen und für Portfolios.

Weitere Informationen unter: [www.ebs.edu/sri](http://www.ebs.edu/sri)

30.  
SEP**BAI INNOVATIONSDAY**  
**Virtuelles Event**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der BAI InnovationsDay als virtuelles, ganztägiges Event. Die Vorträge und Paneldiskussionen werden live aus einem Frankfurter Studio heraus in die Konferenzplattform Talque gestreamt. Wir wollen an diesem Tag zum einen technologische Entwicklungen in der Asset-Management-Branche (mit dem primären Fokus auf Digitalisierung und Distributed Ledger Technologie, aber auch auf Künstliche Intelligenz) und deren Einsatzmöglichkeiten entlang der Wertschöpfungskette vorstellen; zum anderen geht es um die Vorstellung und Diskussion der flankierenden Regulierung auf nationaler und europäischer Ebene. Zielgruppe sind Mitglieds-/Branchenunternehmen und institutionelle Investoren, natürlich aber auch einschlägige Technologieunternehmen bzw. Start-ups.

Die Veranstaltung ist in drei Blöcke aufgeteilt:

- Den Block DLT - Technologie & Regulierung, mit zwei Diskussionsrunden zu DLT und Abbildung von Fonds und Assets in Blockchain-Infrastrukturen und kurzen Vorträgen u.a. zu Chancen und Risiken von DeFi. Weiterhin stellt unser Kooperationspartner Frankfurt School Blockchain Center die Studie zu Kryptofonds vor.
- Im Block Big Data Artificial Intelligence (BDAI) finden Vorträge zur Anwendung von Künstlicher Intelligenz im Asset-Management-Bereich sowie zum Einsatz von Algorithmen in Entscheidungsprozessen statt. Darüber hinaus ist ein Panel zu Künstlicher Intelligenz geplant.
- Im dritten Block finden Use Cases verschiedener Unternehmen statt, u.a. zu „Funds On Chain - Innovative Asset Management Lösung nach eWpG“, „Kryptoregisterführung: Ein Motor der Tokenisierung“ und „The global secondary marketplace for digital assets“.

[>> Zur Agenda](#)

[>> Zur Anmeldung](#)

Bei Fragen, Interesse an einem Sponsoring oder an der aktiven Mitwirkung haben, kontaktieren Sie Christina Gaul, [gaul@bvai.de](mailto:gaul@bvai.de), +49 228 9698735.

**30.-01.**  
SEP - OKT

**TSI CONGRESS 2021**  
**AUFBRUCH IN EINE NEUE ZEIT – MIT ASSET**  
**BASED FINANCE DEN STRUKTURWANDEL UND**  
**DIE KLIMAWENDE FINANZIEREN**  
**Berlin onsite & globally online**

Rabatt für BAI-Mitglieder

2021 +++ Coronavirus als Katalysator für Strukturwandel +++ Sustainable Finance als neuer Game Changer +++ Qualität und Transparenz wichtiger denn je +++ Banken und Finanzmärkte vor neuen Herausforderungen +++ Verbriefung und Asset Based Finance spielen wichtige Rolle

**Treffen Sie die Experten!**

Auf dem TSI Congress am 30. September & 1. Oktober 2021, Berlin onsite & globally online werden wir die gesamte Bandbreite der relevanten Themen um den Kern „Asset Based Finance – den Strukturwandel und die Klimawende finanzieren“ beleuchten und mit den Marktteilnehmern und Experten aus Politik und Aufsicht diskutieren.

**Den zentralen Fragen auf den Grund gehen**

Steht uns eine neue inflationäre Zeit bevor? Werden die Zinsen steigen? Ist der Börsenboom von Dauer? Und vor allem: Wie werden sich die vielen EU-Regulierungen zum Thema Nachhaltigkeit auf die Real- und Finanzwirtschaft auswirken?

**Aus dem Strukturwandel in eine neue Zeit**

Konsequenzen des grundlegenden Strukturwandels – Digitalisierung, E-Mobilität und klimaneutrales Wirtschaften auf der einen und Zinswende, Inflation oder auch abnehmende Stabilität der Bond- und Aktienmärkte auf der anderen Seite.

**Asset Based Finance – den Strukturwandel und die Klimawende finanzieren**

Wie in den Vorjahren wird der diesjährige TSI Congress den Geschehnissen auf den Assed Based Finance- und Verbriefungsmärkten auch mit Blick auf dieses makroökonomische Umfeld nachgehen.

**80+** Sponsoren und Medienpartner

**100+** Referenten

**30+** Panels, Workshops & Panels

**650+** Teilnehmer (onsite in Berlin + online)

>> [Zur Event-Site TSI Congress 2021](#)

>> [Zur Themenübersicht](#)

>> [Zur Anmeldung](#)

**05.-08.**  
OCT

**PDI DEBT WEEK EUROPE 2021**  
**London and Munich**

Spanning across two countries from the 5-8 October, PDI Debt Week Europe will bring the private debt community back together in 2021.

On 5-6 October in London and 7-8 October in Munich, over 150 institutional investors will gather along with specialist fund managers and advisors. Attendees will hear from 100 speakers across the week and have ample opportunity to connect with active investors in debt strategies from across Europe.

Book now for the full week and choose between attending both forums in-person or one in-person and one virtually. Join your peers at the Capital Structure Forum and the Germany Forum for an unmissable week of content and networking for the private debt market.

Get 10% off with the unique discount code: **PDIWeek21-BAI**

Book now: <https://peievents.com/en/event/pdi-debt-week-europe/>

**17.**  
OKT

**15. BAYERISCHER FINANZGIPFEL**  
**München & in virtueller Form**

Der Bayerische Finanzgipfel der Süddeutschen Zeitung am 7. Oktober in München beschäftigt sich unter dem Motto „Was kommt jetzt? Warum sich die Finanzbranche neu erfinden muss“ mit den Folgen der Corona-Krise, mit Krisenmanagement und Unternehmenskultur, der digitalen Transformation und der Finanzierung des anstehenden Umbaus der Branche. Führende Köpfe der Finanzbranche, aus Politik, Wirtschaft und Wissenschaft diskutieren mit Dr. Marc Beise und Herbert Fromme über die aktuellen Herausforderungen. Im Rahmen der SZ-Finanzgründerreihe können sich innovative FinTechs und Startups vorstellen und bis zum 27. August 2021 für einen Rednerslot bewerben.

Diskutieren auch Sie mit! Informationen: [www.sv-veranstaltungen.de/finanzgipfel](http://www.sv-veranstaltungen.de/finanzgipfel)

**28.**  
OKT

**INVESTMENTFONDSTAG DER BÖRSEN-ZEITUNG**  
**Frankfurt**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Der Investmentfondstag der Börsen-Zeitung bietet für den Finanzplatz Frankfurt eine einzigartige Gelegenheit, Asset-manager mit Investoren und Intermediären zusammenzubringen. Er dient als Kommunikationsplattform der gesamten Investmentbranche. Besonderes Augenmerk gilt dabei den Blickwinkeln der Marktteilnehmer. Beantwortet werden Fragen über Perspektiven, Chancen und Risiken der unterschiedlichen Assetklassen. In Fachvorträgen und Diskussionsforen gibt es Gelegenheit, aktuelle Trends, Innovationen sowie die Auswirkungen der aktuellen gesetzlichen Rahmenbedingungen zu diskutieren und zu bewerten. KAGs und Dienstleister präsentieren ihr aktuelles Produktspektrum im Rahmen einer Fachausstellung.

Weitere Informationen: <https://www.wmseminare.de/veranstaltung/1452>

**02.-05.**  
NOV

**MUNICH PRIVATE EQUITY TRAINING (MUPET) | P+P TRAINING GMBH**

München

Am **04. und 05. November** planen wir Keynotes, Live-Vorträge sowie Paneldiskussionen in bewährter MUPET-Qualität als **Präsenzveranstaltung** im Literaturhaus München. Die Anzahl der möglichen Sitzplätze wird sich nach den dann geltenden Corona-Auflagen richten. Parallel zur Präsenzteilnahme werden wir alle Beiträge live übertragen.

Ergänzend dazu bieten wir am 02. und 03. November verschiedene **Online-Beiträge**. Eine Mischung aus Fachvorträgen, Paneldiskussionen, Interviews und Podcasts behandeln die aktuellen Themen der Branche.

Alle Informationen zur Veranstaltung finden Sie unter: [www.pptraining.de/de/mupet](http://www.pptraining.de/de/mupet)

**09.-10.**  
NOV

**RESPONSIBLE INVESTMENT FORUM: EUROPE**

London

Rabatt

The longest running global event for ESG in private markets, the Responsible Investment Forum: Europe, will bring together 300 attendees in London on 9-10 November. Once again, the event will be co-hosted with the PRI. The key theme for this year will be climate change and the route to net-zero. Hear from the Net-Zero Asset Owner Alliance who will discuss their approach, expectations of managers and the impact on capital allocation.

Connect with fund managers, institutional investors, and expert advisors to discuss ESG issues across alternative asset classes. Build lasting relationships and expand your network through interactive workshops, networking breaks, evening drinks reception, roundtable discussions and invite-only breakfasts.

Book now to be a part of the must-attend event for alternative asset professionals with an interest in ESG and responsible investment.

Get 10% off with the unique discount code: RIF21-BAI

Book now: <https://www.peievents.com/en/event/responsible-investment-forum-europe/>

**29.**  
NOV**NEU: EBS KOMPAKTSTUDIUM IMPACT INVESTING**  
**Oestrich-Winkel**

Rabatt für BAI-Mitglieder

Start des 1. Jahrgangs des 5-tägigen, berufsbegleitenden EBS Kompaktstudiums Impact Investing mit 14 Experten aus der Impact Investment- und Beratungspraxis.

Das Thema „Impact“ hat an Bedeutung gewonnen: Unternehmen wollen und müssen darauf achten, dass sie ökologische und sozial-gesellschaftliche Konsequenzen ihrer Wirtschaftsaktivitäten reduzieren (Risiken) bzw. steigern (Chancen). Aber auch Unternehmen der Finanzindustrie richten ihre Portfolios dahingehend aus, dass ESG-Risiken möglichst reduziert bzw. ausgeschlossen werden.

Hier setzt das neue EBS Kompaktstudium Impact Investing an. Es vermittelt einen strukturierten Überblick und vertiefende Einblicke in das zukunftsorientierte und ökonomisch sowie gesellschaftlich relevante Feld des Impact Investing. Das berufsbegleitende Weiterbildungsstudium legt dabei einen besonderen Fokus auf eine hohe Praxisorientierung und verdeutlicht neben der Fokussierung auf die Intention, den Beitrag sowie die Messung und Steuerung am letzten Tag anhand von 6 Praxisfällen die Wirkung von Impact Investing.

Weitere Informationen unter: [www.ebs.edu/iiv](http://www.ebs.edu/iiv)

AUSFÜHRLICHE  
INFORMATIONEN  
UNTER:  
[WWW.EBS.EDU/ES](http://WWW.EBS.EDU/ES)

# SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

Kompaktstudiengänge ■ *Private Equity* ■ *Sustainable & Responsible Investments*  
■ *Corporate Sustainable Finance* ■ *Impact Investing*

## Kompaktstudium *Private Equity*

- Fokus auf *Private Equity* als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche und bewertungstechnische Grundlagen
- Investmentprozess auf Single- und Dachfondsebene
- Analyse von *Private Equity*-Produkten und Portfoliobeitrag
- Credits für Master-Studiengang *Wealth Management*
- Expertenwissen praxisnah vermittelt
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 19. Jahrgang: 13.09.2021

[www.ebs.edu/pe](http://www.ebs.edu/pe)

## Kompaktstudium *Sustainable & Responsible Investments (SRI)*

- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb
- 22 Dozenten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis
- Credits für Master-Studiengänge *Sustainable Finance* oder *Wealth Management*
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau
- Wissensvorsprung für ein stark wachsendes Marktsegment
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände FNG und VfU

Start 7. Jahrgang: 27.09.2021

[www.ebs.edu/sri](http://www.ebs.edu/sri)

## Kompaktstudium *Corporate Sustainable Finance (CSF)*

- Für CFO-Bereiche von Unternehmen sowie Kreditbetreuer und Analysten in Banken
- Alle Nachhaltigkeitsthemen der Finanzfunktion: Strategie, Steuerung, Finanzierung, Risiko, Klima, IR, Reporting etc.
- 22 Dozenten aus Wissenschaft und Praxis
- Credits für Master-Studiengang *Sustainable Finance*
- 12 Tage in 4 Blöcken
- Klausur und Transferarbeit
- Universitätszertifikat: *CSF-Advisor (EBS)*
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände DAI, DIRK, FNG und VfU

Start 2. Jahrgang: 06.09.2021

[www.ebs.edu/csf](http://www.ebs.edu/csf)

## Kompaktstudium *Impact Investing (IIV)*

- Vertiefende Einblicke in Zukunftsfeld *Impact Investing*
- Fokus: Intention, Beitrag sowie Messung und Steuerung von *Impact Investing*
- Hoher Praxisbezug mit 6 *Impact Investing*-Praxisfällen
- 14 Dozenten aus Wissenschaft und Praxis
- Credits für Master-Studiengänge *Sustainable Finance* oder *Wealth Management*
- 5 Tage als Blockwoche
- Universitätszertifikat: *Impact Investing-Advisor (EBS)*
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände Bundesinitiative *Impact Investing*, FNG und VfU

Start 1. Jahrgang: 29.11.2021

[www.ebs.edu/iiv](http://www.ebs.edu/iiv)

**EBS Executive School**  
Hauptstraße 31  
65375 Oestrich-Winkel  
Tel.: +49 611 7102 1830  
[info.es@ebs.edu](mailto:info.es@ebs.edu)  
[www.ebs.edu/es](http://www.ebs.edu/es)



Deutsches Aktieninstitut  
Kapital. Markt. Kompetenz.



**EBS**  **Universität**



## Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung

*Rüdiger Veil / Katrin Deckert / Jörn Axel Kämmerer / Christian Voigt*

*Mohr Siebeck 2019, 302 S., ISBN 978-3-16-158851-8, 74 EUR*

Ziele des deutschen Klimaschutzplans 2050 sind »effiziente Finanzmärkte für klimabewusste Investitionsentscheidungen«. Als Lenkungsinstrumente können die Schaffung und Ausweitung von Transparenz im Kapitalmarktrecht und die Einführung eines Labels zur Kennzeichnung bestimmter Finanzprodukte dienen. Das im Auftrag des Umweltbundesamtes durchgeführte Forschungsprojekt »Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung – Reformkonzepte im deutsch-französischen Rechtsvergleich« setzt sich mit beiden Lenkungsinstrumenten auseinander. Die vorliegende Studie analysiert das deutsche sowie das französische Rechtsregime und beleuchtet die Gesetzgebungsvorhaben auf europäischer Ebene. Auf der Grundlage dieser Erkenntnisse werden Reformvorschläge für das deutsche Recht entwickelt.

### Inhaltsübersicht

Ziele des deutschen Klimaschutzplans 2050 sind »effiziente Finanzmärkte für klimabewusste Investitionsentscheidungen«. Als Lenkungsinstrumente können die Schaffung und Ausweitung von Transparenz im Kapitalmarktrecht und die Einführung eines Labels zur Kennzeichnung bestimmter Finanzprodukte dienen. Das im Auftrag des Umweltbundesamtes durchgeführte Forschungsprojekt »Nachhaltige Kapitalanlagen durch Finanzmarktregulierung – Reformkonzepte im deutsch-französischen Rechtsvergleich« setzt sich mit beiden Lenkungsinstrumenten auseinander. Die vorliegende Studie analysiert das deutsche sowie das französische Rechtsregime und beleuchtet die Gesetzgebungsvorhaben auf europäischer Ebene. Auf der Grundlage dieser Erkenntnisse werden Reformvorschläge für das deutsche Recht entwickelt.



## Praxishandbuch DSGVO

Moos/Schefzig/Arning (Hrsg.)

*Deutscher Fachverlag GmbH, Fachmedien Recht und Wirtschaft, 2. aktualisierte und erweiterte Auflage, 2021, Buch, Hardcover 900 S., ISBN 978-3-8005-1728-2, 199 EUR*

Das bewährte Praxishandbuch liefert umfassende Lösungen für die Vielzahl an Fragestellungen, die sich im Unternehmen ganz praktisch bei der Einhaltung der datenschutzrechtlichen Anforderungen ergeben. Dabei geht es nicht nur um die Implementierung eines Datenschutzmanagementsystems. Das Handbuch dient auch als Ratgeber bei der Bewältigung datenschutzrechtlicher Fragen, für die es pragmatische, aber zugleich rechtssichere Lösungen bietet.

Besondere Kapitel behandeln praxisrelevante Fragen wie das Web Tracking sowie auch das Datenschutzrecht in Österreich. Die zweite Auflage berücksichtigt viele seit Bestehen der neuen Rechtslage ergangene Urteile sowie die Stellungnahmen der Datenschutzaufsichtsbehörden und des Europäischen Datenschutzausschusses.

### FÜR ALLE DATENSCHUTZPRAKTIKER

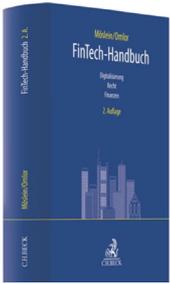
Datenschutzverantwortliche in Unternehmen, Daten-schutzbeauftragte, Syndizi, Datenschutzberater, Mitarbeiter in Datenschutzbehörden und Rechtsanwälte

### HERAUSGEBER UND AUTOREN

Dr. Flemming Moos ist Rechtsanwalt und Partner bei der internationalen Kanzlei Osborne Clarke und leitet dort die internationale Service Line Data Privacy. Er berät seit 20 Jahren Unternehmen im Datenschutzrecht.

Dr. Jens Schefzig ist Rechtsanwalt und Partner bei der internationalen Kanzlei Osborne Clarke. Er ist auf das Datenschutzrecht und die Wertschöpfung aus Daten spezialisiert. Als ehemaliger Unternehmensberater einer Topberatung hat er einen besonderen Schwerpunkt im Datenschutzmanagement.

Dr. Marian Alexander Arning, LL.M., ist Dozent an der Türkisch-Deutschen Universität in Istanbul, u. a. für Datenschutz- und IT-Recht, seit fast zehn Jahren als Rechtsanwalt in Deutschland zugelassen und war bei internationalen Wirtschaftskanzleien im Bereich des Datenschutz- und IT-Rechts tätig.



### FinTech-Handbuch

Möslein / Omlor

*C.H.BECK, 2. Auflage, 2021, 1132 S., Hardcover (In Leinen), ISBN 978-3-406-75449-4, 219,00 EUR*

DAS UMFASSENDE KOMPENDIUM ZUR FINTECH-BRANCHE.

#### VORTEILE AUF EINEN BLICK

- Einbeziehung der technischen und –ökonomischen Grundlagen
- sämtliche Rechtsfragen rund um FinTech in einem Band
- mit internationalen Perspektiven
- eingearbeitet: die neue European Crowdfunding Service Provider-Verordnung, Inkrafttreten November 2021

#### DAS AKTUELLE HANDBUCH

stellt die FinTech-Branche in ihrer gesamten Breite dar:

- Zahlungsverkehr (Payments),
- Beteiligungsfinanzierung (Crowdfunding, Crowdinvesting),
- Kreditfinanzierung (Crowdlending),
- Effektengeschäft,
- Vermögensanlage (Robo Advice),
- Versicherung (InsureTech), Geld/Zahlungsmittel.

Die Verfasser sind hochkarätige Spezialisten aus Wissenschaft und Praxis, die jeweils führende Experten in den einzelnen Bereichen sind. Sie behandeln die dogmatischen Grundlagenfragen ebenso wie die forensische Anwendungspraxis, die technischen Funktionsweisen und die ökonomische Rahmendaten. Berücksichtigt sind neben zivil- und aufsichtsrechtlichen Aspekten auch die ökonomischen und internationalen Bezüge.

#### DIE 2. AUFLAGE

enthält zahlreiche neue Kapitel u.a. zu den Bereichen Tokenisierung, künstliche Intelligenz und elektronische Schuldverschreibung. Die ECSP-Verordnung – Inkrafttreten November 2021 – ist bereits berücksichtigt.



## Nachhaltige Finanzen

*Döpfner, C., Gabriel, K., Ostmann, R., Schaefers, K., Utz, S., Vögele, G. (Hrsg.)*

*Springer Gabler, 2020, e-book, ISBN 978-3-658-31214-5, 39,99 EUR*

Dialoge mit Unternehmen, die Ausübung der Stimmrechte oder das Einbringen von Resolutionen auf Aktionärsversammlungen sind Möglichkeiten für Investoren, Fortschritte im Sinne von Nachhaltigkeit anzustoßen, zu unterstützen oder sogar zu bewirken. Engagement lautet der Oberbegriff für diese verschiedenen Instrumente, die vielfach eingesetzt wurden und werden, mit Blick auf die ökologischen und sozialen Herausforderungen unserer Zeit jedoch noch viel ungenutztes Potenzial bergen. Das vorliegende Buch nähert sich dem Thema aus unterschiedlichen Blickwinkeln: Zunächst wird Engagement aus wissenschaftlichen Perspektiven heraus beleuchtet, um dann die Anlagestrategie historisch wie auch konzeptionell und strategisch zu betrachten. Spezialisierte Organisationen kommen mit ihren Zugängen und Aktivitäten zu Wort und Praxisbeispiele aus Bereichen wie Existenzlohn und Klimawandel werden angeführt. Perspektivische Überlegungen zu Wandel, Wirkung und gelingenden Dialogen schließen den Sammelband ab.