Newsletter IV/2020

Schwerpunktthema „Private Debt“

BAI Diversifikation zählt.

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

auxmoney · BF capital Real Estate Debt · CEPRES · FRANKLIN TEMPLETON · GOLDING · NATIXIS INVESTMENT MANAGERS · nuveen A TIAA Company · SS&C ADVENT · UNIVERSAL INVESTMENT

BAI Diversifikation zählt.

Newsletter IV/2020

Schwerpunktthema „Private Debt“

Bitte merken Sie sich die folgenden Termine vor!

Mittwoch, 9. September 2020 (11:00 – 12:00 Uhr)

BAI Webinar „Mittelstandsfinanzierung über lokale Finanzinstitute in Emerging Markets – aktuelle Erfahrungen und Perspektiven aus Sicht der KfW-Tochter DEG“

Donnerstag, 17. September 2020 (11:00 – 12:00 Uhr)

BAI Webinar „Impact of COVID-19 on alternative assets"

Donnerstag, 24. September 2020 (15:00 – 16:00 Uhr)

BAI Webinar "Infrastructure Debt in Emerging Markets – high protection against credit risks in times of COVID-19"

Save the Date: Dienstag, 27. und Mittwoch, 28. April 2021 (Frankfurt)

BAI Alternative Investor Conference (AIC)
u.a. mit Key-note-Vorträgen von Prof. Dr. Veronika Grimm, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, und Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro, Professor of International Economics,Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute, INSEAD

Inhalt

3 **Leitartikel**
Annette Olschinka-Rettig, BAI e.V.

7 **Mitgliederneuvorstellungen**

8 **Projektfinanzierungen in Eurasien – Infrastruktur-(Debt)-Projekte entlang der neuen Seidenstraße**
Interview mit Prof. Dr. Detlev Hummel, Universität Potsdam

11 **Kreditmarktplätze: Ein Zugang zu Krediten als attraktive Anlageklasse**
Daniel Zakowski und Jonas Thiel, auxmoney GmbH

15 **Kreditfonds trotzen Corona**
Manuel Köppel, BF.capital GmbH

17 **Middle Market Direct Lending - Vorteile der Umsetzung von ‚Sponsored‘ und ‚Non-Sponsored‘ Transaktionen**
Stefan Bauer, Franklin Templeton

20 **Navigating Private Debt: A Deep Dive into Historical Risk and Returns**
Dr. Daniel Schmidt and Simon Tang, CEPRES

27 **Proaktives Krisen- und Risikomanagement – der Schlüssel zum Erfolg bei Private Debt-Fonds**
Abhik Das, Golding Capital Partners

31 **Private Credit Manager mit einer Dosis „gesunder Paranoia“ und Krisenerfahrung werden sich im Post-COVID-Abschwung behaupten**
Nicole Downer, Freya Field, beide MV Credit Partners LLP, und Lukas Neubauer, Natixis Investment Managers

36 **Private Credit: Chancen im mittelständischen Segment nutzen und aktuelle Herausforderungen meistern**
Romina Smith, Nuveen

41 **Verrechnung von negativen Werten im VAG-Reporting für Alternative Investments**
Jegor Tokarevich und Lukas König, SOF

44 **Ist Private Debt der neue Hedgefonds?**
Marc Schwarz, SS&C Advent

49 **Private Debt: Anlageklasse nicht nur für Boomzeiten**
Dr. Sofia Harrschar, Universal-Investment

52 **Veranstaltungshinweise**

59 **Buchvorstellungen**

Liebe Leserinnen und Leser,

ich freue mich sehr, Ihnen dieses Mal einen Newsletter mit dem Schwerpunkt Private Debt präsentieren zu dürfen. Diese Anlageklasse erfreut sich bei institutionellen Investoren wenig überraschend wachsender Beliebtheit. Zurückzuführen ist dies auf das fortbestehende Niedrigzinsumfeld, weiterhin unter Renditeaspekten eher unattraktiven Unternehmens- und Staatsanleihen, aber natürlich auch darauf, dass Banken gerade mittelständische Finanzierungen am unteren Ende Investment Grade oder darunter nur ungenügend bedienen und so gerade seit der Covid-19-Krise zunehmend Marktanteile an Debt-Fonds abgeben.[1]

Die Attraktivität von Private Debt resultiert ferner aus der Vielseitigkeit dieser Anlageklasse. Auch wenn Corporate Private Debt den größten Anteil ausmacht, entwickeln sich auch Kreditvergaben für Infrastruktur und Immobilien stetig weiter. Hinzukommen unterschiedliche Investitionsformen: neben Primaries und Secondaries werden Co-Investments verstärkt nachgefragt, sei es als Co-Investment-Fonds oder als Sidecar, also in einem zu einem Primary-Fonds parallelen Vehikel oder als direktes Co-Investment. Debt-Co-Investments stehen im Fokus der Anleger, da sie in Zeiten hohen Dry Powders ein Weg sind, auch größere Summen schnell zu investieren und direkte Debt-Co-Investments (im Vergleich Eigenkapital-Co-Investments) zuweilen weniger Komplexität und Zeitaufwand bei der Due Diligence bedeuten.

Die Nachfrage nach Corporate Private Debt steigt ferner durch die Corona-Pandemie, denn gerade jetzt ergeben sich für Investoren attraktive Opportunitäten. Dies zeigten auch Renditen von Fonds, die unmittelbar nach der globalen Finanzkrise aufgelegt wurden (auch wenn diese Krise durchaus andere Merkmale aufweist als die Finanzkrise). Kreditbedarf besteht einerseits kurzfristig zur Schließung temporärer Liquiditätslücken, andererseits werden z.B. mit Anziehen des M&A-Marktes auch längerfristige Laufzeiten wieder stärker gefragt sein.

Die Anzahl von Private-Debt-Fonds ist derzeit mit fast 500 Fonds auf einem Allzeit-Hoch, wobei Kapital nicht nur für Direct Lending, sondern insbesondere auch für Distressed Debt, Special Situations sowie Venture Debt gesucht ist. Aufgrund des schnelleren Cash-Rückflusses erscheinen Kredite für Special Situations oft attraktiver als Distressed Debt. Entsprechend verzeichnete Special Situations Debt im 2. Quartal 2020 das verglichen mit anderen Private-Debt-Strategien höchste Fundraising mit rd. USD 12 Mrd.[2]

Zu vermuten ist, dass Investoren vorsichtshalber gerade für die Strategien Distressed Debt und Special Situations präferiert große, langjährig etablierte Anbieter mandatieren, da sie dort eher das erforderliche Spezial-Know-How erwarten (was aber natürlich nicht ausschließt, dass es auch genug äußerst kompetente, jüngere Manager in diesem Segment gibt).

Annette Olschinka-Rettig, BAI e.V.

Assets under Management für Direct Lending sind in den letzten Jahren kontinuierlich gewachsen, ein Trend, der sich durch die Pandemie verhaltener, aber insgesamt weiter fortsetzt. Wahrscheinlich ist allerdings, dass Investoren in der aktuellen Unsicherheit vorsichtiger werden und stärkeres Augenmerk auf Verschuldungsgrade, EBITDA-Definitionen, Coverage Ratios, Covenants und die Ausgestaltung von Besicherungen legen. Zugleich haben sie höhere Renditeerwartungen als vor der Krise.

Neben den sehr lesenswerten Artikeln in dieser Ausgabe sei auch auf neuere Veröffentlichungen vom BAI zur Anlageklasse Corporate Private Debt verwiesen, einerseits auf ein kompaktes Fact Sheet, ferner die Informationsbroschüre Private Debt, die umfassend auf Arten und Empirie von Private Debt eingeht, andererseits aber auch auf den Due Diligence Questionnaire Private Debt Single Fund Manager.

Außer Private Debt gibt es natürlich auch weiterhin genug andere aktuelle Alternative-Investment-Themen:

Ein Meilenstein ist der aktuell vorgestellte Gesetzesentwurf zur Einführung elektronischer Wertpapiere, ein wesentlicher Baustein der Blockchainstrategie der Bundesregierung. Hiermit wird eine gesetzliche Basis zur Transformation einer papierhaften in eine digitale Welt geschaffen, was Kosten für Handel und Verwahrung von Wertpapieren (zunächst Anleihen) nicht nur senkt, sondern zudem Abläufe beschleunigt. Bei elektronischen Wertpapieren entfällt die Pflicht zur Erstellung von Wertpapierurkunden und wird durch eine Eintragung in jeweils ein Register (voraussichtlich Clearstream) ersetzt. Hiervon zu unterscheiden sind Krypto-Wertpapiere (Security Token), bei denen eine Registrierung dezentral erfolgt.

Ein weiteres Thema sind Leerverkäufe: nicht nur die steigenden, von Land zu Land divergierenden Leerverkaufsbeschränkungen seit Beginn der Corona-Pandemie, sondern auch die Entwicklungen rund um Wirecard sind Anlass genug für ein genaues Hinsehen. Die im August 2020 veröffentlichte BAI Informationsbroschüre zu Leerverkäufen und weitere Aufsätze zu diesem Thema gehen hierauf im Einzelnen ein und sind auf der BAI Homepage zu finden.

Surveys

Seit 2013 führt der BAI jährlich den BAI Investor Survey durch. Wir werden daher jetzt im September erneut zahlreiche Investoren anschreiben und um Teilnahme an diesem Survey bitten. Wir sind gespannt, welche aktuellen Trends und Meinungen aus dieser branchenweit beachteten, anonymen Umfrage ableitbar sind, gerade auch vor dem Hintergrund der sehr besonderen Corona-Situation. Dank vorab an alle Teilnehmer, die uns hier unterstützen!

Auch das Thema Co-Investments in all seinen Formen und über alle Anlageklassen hinweg verfolgen wir weiter und planen auch hierzu noch in diesem Jahr eine Veröffentlichung, in die auch eine Umfrage bei Asset-Managern zu diesem Thema einfließen wird.

Ich möchte unsere Mitglieder an dieser Stelle noch auf einen weiteren Survey aufmerksam machen, der eine Forschungslücke zum Thema der Investitionsinteressen von Asset-Managern in der Schweiz, Österreich, Deutschland und Liechtenstein an digitalen Assets (inkl. Kryptowerten) schließen möchte. Die Forschungsarbeit wird durchgeführt von Prof. Dr. Martin Angerer von der Universität Liechtenstein, Prof. Dr. Fabian Schär von der Universität Basel sowie Prof. Dr. Philipp Sandner von der Frankfurt School of Finance & Management. Mitglieder des BAI werden gebeten, an dieser Umfrage teilzunehmen, um ein möglichst breites Stimmungsbild zu erhalten. Das Ausfüllen der Umfrage dürfte 15 Minuten nicht überschreiten. Als Dankeschön werden den BAI Mitgliedern bereits vor der offiziellen Veröffentlichung exklusiv detaillierte Analysen zur Verfügung gestellt. Anbei der Link zu der Umfrage:

Link

Wissenschaft

Zu den Zielen des BAI gehört auch, das Thema Alternative Investments in der Wissenschaft zu fördern, was wir gerade durch die jährliche Vergabe des Wissenschaftspreises für Bachelor-, Master-, Doktor- und andere wissenschaftliche Arbeiten umsetzen. Darüber hinaus sind wir aber auch dankbar, von Mitgliedern, Studierenden und Lehrstühlen Themenvorschläge für wissenschaftliche Arbeiten rund um Alternative Investments zu erhalten. Wir unterstützen dann gerne das Auffinden geeigneter Partner, damit diese Schriften entstehen können.

Webinare

Zum Schluss noch ein Wort zu unseren BAI Webinaren. Es ist uns als Verband wichtig, gerade auch in diesem sehr besonderen Jahr 2020 ein umfassendes Angebot zu Alternative-Investment-Themen zu bieten. Umso erfreulicher, dass dies auch virtuell so gut gelingt, denn allein bis zur Sommerpause verzeichneten wir in diesem Jahr über 3.600 Teilnehmer bei unseren Webinaren. Diese Rekordteilnahme ist einerseits unseren mitwirkenden Mitgliedern zu verdanken, mit deren Unterstützung wir immer wieder aktuelle und hochinteressante Themen präsentieren können, andererseits natürlich aber auch den zahlreichen und oft treuen Teilnehmern. Schon jetzt freue ich mich darauf, Sie auch in den nächsten Monaten bei weiteren, vielfältigen Webinaren und virtuellen Workshops begrüßen zu dürfen, wobei wir natürlich hoffen, Sie bald auch wiedersehen zu können.

Mitgliederversammlung

An dieser Stelle sei an die für den 26. Oktober 2020 geplante Mitgliederversammlung des BAI erinnert. Diese wird aller Voraussicht nach virtuell stattfinden. Unsere Mitglieder werden über den weiteren Fortgang rechtzeitig informiert.

Zu dieser Ausgabe des Newsletters

Mit großer Freude verzeichnet der BAI eine sehr hohe Resonanz zum Thema Private Debt. Entsprechend können wir Ihnen zahlreiche aktuelle Beiträge zu diesem Thema aus ganz unterschiedlichen Blickwinkeln anbieten:

- Kreditmarktplätze: Ein Zugang zu Krediten als attraktive Anlageklasse, von Daniel Zakowski und Jonas Thiel, auxmoney GmbH
- Kreditfonds trotzen Corona, von Manuel Köppel, BF.capital GmbH
- Middle Market Direct Lending - Vorteile der Umsetzung von ‚Sponsored' und ‚Non-Sponsored' Transaktionen, von Stefan Bauer, Franklin Templeton
- Navigating Private Debt: A Deep Dive into Historical Risk and Returns, by Dr. Daniel Schmidt and Simon Tang, CEPRES
- Proaktives Krisen- und Risikomanagement – der Schlüssel zum Erfolg bei Private Debt-Fonds, von Abhik Das, Golding Capital Partners

- Private Credit Manager mit einer Dosis „gesunder Paranoia“ und Krisenerfahrung werden sich im Post-COVID-Abschwung behaupten, von Nicole Downer, Freya Field, beide MV Credit Partners LLP, und Lukas Neubauer, Natixis Investment Managers
- Private Credit: Chancen im mittelständischen Segment nutzen und aktuelle Herausforderungen meistern, von Romina Smith, Nuveen
- Ist Private Debt der neue Hedgefonds?, von Marc Schwarz, SS&C Advent
- Private Debt: Anlageklasse nicht nur für Boomzeiten, von Dr. Sofia Harrschar, Universal-Investment

Darüber hinaus empfehlen wir Ihnen das Interview zu „Projektfinanzierungen in Eurasien – Infrastruktur-(Debt) Projekte entlang der neuen Seidenstraße“ mit Prof. Dr. Detlev Hummel, Ordentlicher Universitätsprofessor für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam. Das Interview führte Philipp Bunnenberg, Referent beim BAI e.V.

Zudem freuen wir uns, Ihnen den Beitrag „Verrechnung von negativen Werten im VAG-Reporting für Alternative Investments“ von Jegor Tokarevich und Lukas König (SOF) präsentieren zu dürfen.

Ich wünsche allen Lesern viel Vergnügen bei dieser überaus lohnenswerten Sommerlektüre.

Annette Olschinka-Rettig

BAI Alternative Investor Conference

Workshop und Dinner für institutionelle Endinvestoren

27. & 28. April 2021

Kap Europa • Frankfurt

Prof. Dr. Beatrice Weder di Mauro
Professor of International Economics,
Graduate Institute of International and Development Studies / IHEID, Research Professor and Distinguished Fellow Emerging Markets Institute,INSEAD

Prof. Dr. Veronika Grimm
Inhaberin des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Anders Indset, der „Rock'n'Roll Plato"
Wirtschaftsphilosoph

Wir danken unseren Sponsoren dafür, dass sie auch die BAI AIC 2021 unterstützen.

Dinnersponsor

AXA Investment Managers

Lunchsponsoren

caplantic ALTERNATIVE ASSETS

SwanCap

Meeting-Lounge-Sponsor

CAPZA

mit freundlicher Unterstützung von

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT

BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES

CapitalDynamics TRULY INVESTED.

EDMOND DE ROTHSCHILD

LGT Capital Partners your partner for alternative investments

hep there is no planet b.

YIELCO Investments

Goldsponsoren

ARES

BARINGS

BLACKROCK

caceis INVESTOR SERVICES

HAYFIN

ICG

Luther.

M.M. WARBURG & CO BANK

PIMCO

P+P Pöllath + Partners Rechtsanwälte | Steuerberater

Schroder Adveq

SwissLife Asset Managers

UNIGESTION

UNIVERSAL INVESTMENT

Silbersponsoren

AssetMetrix

CAM Alternatives

DWS

Hamilton Lane

HAUCK & AUFHÄUSER PRIVATBANK SEIT 1796

KKR

LRI An Apex Group Company

Lupus alpha

pwc

qashqade

VISTRA

Get-together Sponsor

DZ PRIVATBANK

Medienpartner

Absolut research

Börsen-Zeitung

CAIA ASSOCIATION

dpn

IPE

INVESTMENT CHANNEL

OPALESQUE

portfolio institutionell

VentureCapital Magazin

Partnerverbände

AIFM FEDERATION AUSTRIA

AIMA

CFA Society Germany

FONDS FRAUEN

SECA

SFAMA Swiss Funds & Asset Management Association

Informationen und Anmeldung unter: www.ai-conference.com

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

Wir freuen uns sehr, nun auch

- Access Capital Partners GmbH
- Ashurst LLP
- auxmoney GmbH

begrüßen zu dürfen.

Eine Übersicht über alle 229 BAI Mitglieder finden Sie **hier**.

Ashurst LLP

Ashurst ist eine internationale Anwaltskanzlei mit einem Portfolio namhafter, lokaler und globaler Mandanten.
Schwerpunkt ist u.a. in der finanzmarktregulierten Industrie. Unser wirtschaftliches Verständnis und der Anspruch, stets ausgezeichneten Service zu erbringen, haben die Kanzlei in sämtlichen Bereichen des Wirtschaftsrechts zum Trusted Adviser gemacht. Unsere Anwälte verfügen über das Fachwissen, Branchenwissen und regionales Markt-Know-how, um Mandanten prägnant, praxisgerecht und zielführend zu beraten – dies vor allem auch im Bereich Alternativer Investments (u.a. mit Unterstützung des eigenen Luxemburger Standorts) für Initiatoren, Verwalter und Investoren. Ashurst hat 28 Büros in 16 Ländern. In wichtigen Märkten sind wir mit dezidierten Aufsichtsrecht- und Fondsanwälten präsent. Mit über 400 Partnern und 1.600 Rechtsanwälten in 11 Zeitzonen sind wir überall in der Lage, komplexe grenzüberschreitende Projekte erfolgreich zu steuern und optimale Ergebnisse zu erzielen.
www.ashurst.com/

auxmoney GmbH

auxmoney, gegründet im Jahr 2007, ist mit über 2 Mrd. € an finanzierten Krediten der größte Kreditmarktplatz in Kontinentaleuropa. Private und institutionelle Anleger investieren auf auxmoney unmittelbar in vorgeprüfte Kreditnehmer und erhalten so Zugang zu einem hochdiversifizierten Portfolio deutscher Konsumentenkredite. Durch einzigartige Risikomodelle und Expertise in der Bonitätseinschätzung kann auxmoney mehr Kredite für eine größere Anzahl an Personen zur Verfügung stellen. auxmoney ermöglicht Anlegern so erstmals Zugang zu einer Anlageklasse, die zuvor ausschließlich Banken vorbehalten war und profitieren durch einen komplett automatisierten Investmentprozess von attraktiven, risikoadjustierten Renditen und Laufzeiten. Investoren wie Index Ventures und Union Square Ventures sind an auxmoney beteiligt.
www.auxmoney.com

Prof. Dr. Detlev Hummel ist seit 1996 Ordentlicher Universitätsprofessor für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam. Forschungsschwerpunkte: Internationales Finanzmanagement, Innovationen im Asset Management, neue Geschäftsmodelle für Banken, digitale Transformation der Finanzmärkte. Gastprofessuren und langjährige Kooperationen in Russland, China, Polen und Italien.

Das Interview führte Philipp Bunnenberg, Referent BAI e.V. und Doktorand am Lehrstuhl für Finanzierung und Banken von Prof. Hummel, Universität Potsdam.

PB: Sie pflegen u. a. seit Jahrzehnten Kooperationen und Partnerschaften in China, Russland und Osteuropa. Das ist eher ungewöhnlich, richtet doch die Mehrheit der westeuropäischen Forschungsinstitute und Lehrstühle den Fokus in Richtung der USA. Warum ist der Blick nach Eurasien wichtig?

DH: In Zeiten schwieriger politischer und ökonomischer Rahmenbedingungen bleibt der Blick über die westliche Hemisphäre hinaus wichtig, denn die Welt wird gerade neu geordnet. Die Europäische Union hat ihre Rolle im Rahmen notwendiger Reformen der Globalisierung noch nicht gefunden. Problematisch ist derzeit die Justierung einer gemeinsamen EU-Außen- und Sicherheitspolitik, in der Russland eine angemessene Rolle spielt. Trotz der Sanktionspolitik im Rahmen des Ukraine–Konflikts sehen wir eine enorme wirtschaftliche Dynamik im Eurasischen Raum, ausgelöst durch die Wirtschaftsoffensive Chinas über verschiedene Routen der „neuen Seidenstraße", welche beispielsweise für unsere östlichen Nachbarn und die zentralasiatischen Staaten neue Chancen, aber auch wirtschaftliche Risiken bedeuten. Deutschland, Osteuropa und Russland sollten aufgrund ihrer Bedeutung in verschiedenen Bündnissen der gemeinsamen Verantwortung in den Eurasischen Beziehungen gerecht werden. Das tut Not, da China nicht nur die USA herausfordert.

PB: Welche interkulturellen Entwicklungen konnten Sie in den vergangenen Jahren beobachten?

DH: Interkontinentalen Infrastrukturprojekten mit chinesischem Kapital („neue Seidenstraße") müssen „Interkulturelle Projektfinanzierungen" unter Mitwirkung des europäischen Kapitals entgegengebracht werden, um die globalen Standards und neuen Märkte für Wohlstand und Frieden gemeinsam mit Russland und China zu entwickeln. Die alte Idee vom „gemeinsamen Wirtschaftsraum von Lissabon bis Wladivostok" wurde von der „One Belt - One Road (OBOR) Offensive" Chinas teilweise überlagert und muss nun in neuem Kontext wiederbelebt werden. Deutsche Investoren in Russland und China haben bereits viel in die Zukunft investiert und erwarten zu Recht politische Unterstützung in den Wachstumsmärkten der Zukunft, auch wenn westliche Prinzipien der Internationalen Projektfinanzierung - bspw. der EU-Förderbanken sowie der Weltbanken-Gruppe - nur in Form von Kompromissen, sprich multikulturellen Standards gemeinsam mit China und mit Russland, durchgesetzt werden können. In diesem Zusammenhang haben wir den Begriff „Interkulturelle Projektfinanzierung" zur Diskussion gebracht. Die Idee stammt ursprünglich von Claus Luttermann, Ordinarius für internationales Wirtschaftsrecht an der KU Ingolstadt. Wir haben dazu gemeinsam publiziert und die Konzepte auch in Moskau und St. Petersburg sowie Peking vorgestellt, eine neue Studie ist in Arbeit.

PB: Welche Auswirkungen haben diese Entwicklungen auf Projektfinanzierungen in Eurasien?

DH: Eine Führungsrolle müssen multinationale Entwicklungsbanken aus Europa und Asien spielen, um mehr private Investitionen in diese Jahrhundertaufgaben zu lenken. Nicht nur Sponsoren für das Eigenkapital von Projektgesellschaften (SPV), vor allem Fremdkapital in Form von Projektkrediten wird benötigt. Die strengere Regulierung der Privatbanken ruft andere Institutionelle auf den Plan: Versicherungen, Pensionsfonds und vor allem Kreditfonds mit alternativen Entscheidungsmustern und besonderer Risikokompetenz. Wirtschafts- und Finanzsanktionen sind in diesem Kontext kontraproduktiv, wie sich immer deutlicher herausstellt. Nicht nur die reale Wirtschaft, bestehend aus internationalen Unternehmen sowie einem starken Mittelstand, sondern auch der Banken- und Finanzsektor sowie dessen digitale Transformation und innovative Technologien haben Schlüsselfunktionen bei der Neugestaltung globaler Markt- und Investitionsstrategien.
Die Risikobewertung von Projektfinanzierungen in Eurasien verlangt teilweise andere Ansätze, welche über quantitative Cashflow-Modelle nach traditionell westlichem Muster hinausgehen. Zudem herrschen leider auch Wettbewerbsverhältnisse die von freien marktwirt-

schaftlichen Strukturen weit entfernt sind. Ich denke da vor allem an chinesische Staatsbetriebe und gigantische Finanzinstitute, denen wir von Europa her etwas entgegensetzen müssen. Dies erfordert innovative Forschungs- und Bildungsansätze für Universitäten in Europa mit Russland und China, ohne Barrieren nach alten Mustern, aber eben auch Kapital in den erforderlichen Strukturen und Dimensionen.

PB: Wie können divergierende Ziele des öffentlichen und privaten Sektors bei der Projektfinanzierung in Einklang gebracht werden und welche Besonderheiten müssen mit Blick auf Eurasien beachtet werden?

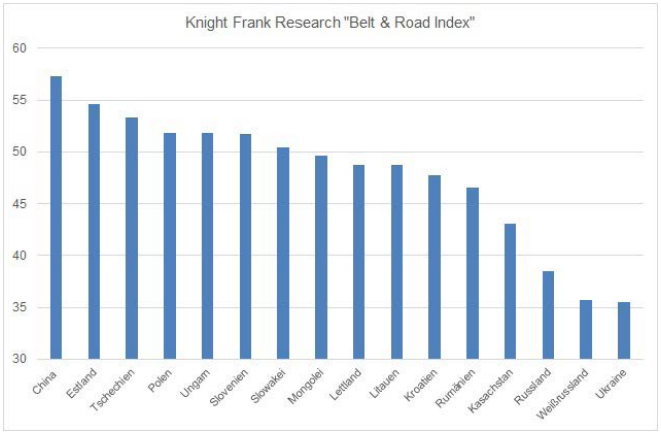
DH: Auch in China werden Public Private Partnerships (PPPs) seit 2013 verstärkt angewendet, da der enorme Bedarf an Infrastrukturfinanzierungen nicht allein durch öffentliche Mittel gestillt werden kann. Das Gesamtvolumen an PPP-Projekten in China beträgt einige Billionen US-Dollar, welche sich auf zehntausende Projekte verteilen. Standardisierte Aufsichtsrahmen für PPP-Finanzierungen sollen Projekte mit positivem und negativem Einfluss identifizieren. Die Performance über den gesamten Lebenszyklus wird beurteilt. China stellt den führenden PPP-Markt innerhalb der Gruppe der Schwellenländer dar und verfügt mittlerweile über viel Erfahrung und eigene Standards, die wir von Europa aus natürlich kritisch anschauen und für Eurasische Projekte anpassen sollten.

PB: Lassen sich die von Ihnen aufgezeigten Entwicklungen am Megaprojekt „One Belt, one Road" ausmachen? Wer finanziert die neue Seidenstraße? Verpassen deutsche institutionelle Investoren hier eventuell eine historische Chance?

DH: Die bedeutendsten Geldgeber in der Finanzierung sind bisher vor allem chinesische Staatsfonds, multinationale Entwicklungsbanken asiatischer Prägung, die riesigen Staatsbanken Chinas und zahlreiche bilaterale Fonds. Insbesondere die China Development Bank und die Export-Import Bank of China gewähren Großkredite für Infrastrukturprojekte und der 2014 extra für OBOR aufgelegte, staatlich kontrollierte Silk Road Fund (40 Mrd. US-Dollar) geben den Ton an. Europäische Kapitalgeber spielen noch eine untergeordnete Rolle. Dies ist kritisch zu sehen, da eine Vielzahl der durch China finanzierten Belt and Road Initiative (BRI) Projekte eine längerfristige Abhängigkeit der Schuldnerländer von China befürchten lässt. Nachhaltigkeit bedeutet hier die Unabhängigkeit wirtschaftlich schwächerer Länder sicher zu stellen. Auch Projektfinanzierungskredite müssen mit wirtschaftlichem Wachstum und Rendite einhergehen. Ansonsten können Schuldendienste nicht erwirtschaftet werden und eine Kapitalflucht privater Vermögen ist unvermeidlich. China gewährt zwar in solchen Fällen auch Schuldenerleichterungen, nimmt aber an keinen multilateralen Mechanismen zur Schuldentragfähigkeit - wie dem Paris Club - teil. Hier besteht Handlungsbedarf in Richtung interkultureller Standards. Die chinesischen Institutionen folgen nicht konsequent etablierten Normen in Bezug auf Transparenz, Vergabeprozessen sowie multilateralen Ansätzen zum Management von Schuldenausfällen, wie westlichen Entwicklungsbanken.

PB: Welche Rolle spielt Private Debt bei der Finanzierung der neuen Seidenstraße?

DH: Zweifelsohne sehen wir die größte Dynamik für Direct Lending in Asien, das den Banken immer größere Marktanteile abringt. Direkte Finanzierungen von Infrastrukturprojekten sind schwer messbar. Zwar kaufen Staatsfonds, Versorger u. a. private institutionelle Anleihen der Asian Development Bank (ADB) oder der Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) sowie Aktien asiatischer Unternehmen, doch Direct Lending im wachsenden Markt für Corporate Finance, welche natürlich von Aufträgen der BRI profitieren, sind weniger publik. Hier ist die Datenlage lückenhaft. Der „Belt & Road Index" (BARI) zeigt Schwerpunkte privater Investoren auch in Osteuropa und Eurasien. Kreditfondsmanager sehen jedoch in der asiatisch-pazifischen Region die größten Chancen weltweit und verzeichnen vor allem in den letzten drei Jahren hohe Wachstumsraten. Wir sehen bei Bewertungen der Attraktivität für Direct Lending in Asien ganz klar: Platz eins China, danach folgen Indien und Indonesien. Die Länder Osteuropas, Zentralasiens und Russland sollten uns künftig wieder stärker beschäftigen. Das sind Märkte der Zukunft.



Die chinesische Regierung hat immer wieder ausländische Investmentfonds eingeladen, sich direkt an Infrastrukturprojekten zu beteiligen. Kreditfonds mit Schwerpunkt Infrastruktur sind aufgrund der PPP-Modelle mit Entwicklungsbanken für die Seidenstraße prädestiniert. Der Kapitalbedarf soll nach vorsichtigen Schätzungen

deutlich mehr als 1300 Mrd. US-Dollar betragen. Daher arbeitet man auch an Konzepten für liquide Infrastrukturbonds, teilweise auch auf regionaler und kommunaler Ebene, was nicht in der Tradition der chinesischen Staatswirtschaft liegt. Offensichtlich kommt China trotz der erheblichen Währungsreserven und starken Staatsbankstrukturen (ICBC, CCB, AgBank, BoC) an seine Grenzen. Größter Kapitalgeber bleibt aber die Chinese Development Bank (CDB). Diese erhält zunehmend Unterstützung durch die vor wenigen Jahren gegründete AIIB – Deutschland ist bekanntlich Gründungsmitglied - und die New Development Bank (ehem. BRICs Bank), alles Alternativen zur Weltbank-Gruppe unter Führung Chinas und mit Beteiligung Russlands und zahlreicher anderer Länder. Das schafft eine gewisse Stabilität und künftiges unabhängiges Wachstumspotential.

Trotz offensichtlicher politischer Risiken aufgrund der US-Handels- und Investitionssanktionspolitik sind die privaten Investoren in Asien stark am Ball. Die globale US-Politik befördert das Interesse an eurasischen Projekten neu, vor allem geht es um die chinesischen Projekte in Richtung Europäischen Markt. Hier bestehen enorme Chancen im Rahmen bilateraler Initiativen, bspw. der Eurasian Development Bank, welche von Kazakhstan und Russland gegründet wurde. Auch wenn an einigen Projekten auch die European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) sowie die Europäische Investitionsbank (EIB) und die KfW beteiligt sind, reicht dies bisher nicht, um privates Kapital im großen Stil aus Europa einzubinden. Sanktionspolitik und Handelskriegsmentalität - vor allem aus den USA - zeigen ihre Wirkung.

PB: Nun kam neben dem Handelskonflikt zw. den USA und China als zusätzliche Belastung die Covid-19-Krise hinzu. Mit welchen langfristigen Folgen rechnen Sie?

DH: Die Covid-19-Pandemie stellt eine zusätzliche Belastung der internationalen Handelsbeziehungen dar, dies wird auch auf Investitionsschwerpunkte Auswirkungen haben, um die Abhängigkeit von internationalen Lieferketten in strategischen Bereichen zu verringern. China nutzt aber die Krise geschickt aus, um eigene Ziele zu forcieren. Es wird wie in jeder Krise Gewinner und Verlierer geben, langfristig gibt es keine Alternative zu globalen interkulturellen Handelsbeziehungen und EU-Projekten nach Eurasien. Die wirtschaftliche Rolle Russlands für Deutschland und Europa wird ständig unterschätzt, aber das Wachstumspotential liegt für uns langfristig im Osten, d. h. vor allem in Russland und Zentralasien, auf dem Landweg nach China, und teils in den Rohstoffreichen Weiten Sibiriens. Der Bau der Schnellzugverbindungen von Moskau nach Kazan und Jekaterinburg sind erst der Anfang. Die Verbindung der Schienennetze Europas mit dem schnell wachsenden Schienen und Autobahnnetz Chinas wird noch Jahrzehnte in Anspruch nehmen, doch es sind letztlich klimafreundliche nachhaltige Investments, welche den Luftverkehr und die Ozeane entlasten können. Daher hat auch Japan seine kritische Haltung zu OBOR abgelegt und unterstützt diese mittlerweile immer stärker mit Kapital.

PB: Zum Abschluss, welchen Rat können Sie deutschen institutionellen Investoren für Projektfinanzierungen in Eurasien mit auf den Weg geben?

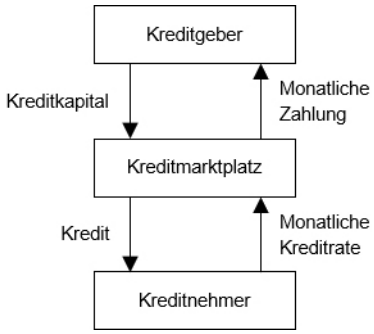
DH: Verfolgen Sie die Initiativen der EU Connectivity Strategie nach Eurasien, akzeptieren Sie die Andersartigkeit des Großteils der Welt, gehen Sie von der Offenheit und dem Respekt vieler Nationen im Osten und in Fernost gegenüber deutschen und europäischen Leistungen aus. Glauben Sie an den langfristigen Nutzen vertrauensvoller, enger Beziehungen nach Eurasien. Dies kann uns befähigen, einen bedeutsamen Platz in der neuen multipolaren Welt und damit den Wohlstand künftiger Generationen zu sichern. Respekt für sozio-kulturelle Prägungen, die Achtung asiatischer Tradition, welche oft im Gegensatz zu westlichen Vorstellungen stehen, bringen im menschlichen Umgang wie im Business oftmals mehr als Beharren auf eigenen Rechten und Prinzipien, ohne die eigenen Interessen aus dem Auge zu verlieren. Der Erfolg zählt in Asien, auch Regierungen müssen liefern: Dinge sollen erledigt und in kleinen Schritten verbessert werden. Dahinter steckt fast immer eine sehr langfristige Strategie – im asiatischen Verständnis grundsätzlich zum gegenseitigen Nutzen.

PB: Vielen Dank, Herr Prof. Hummel.

von Daniel Zakowski und Jonas Thiel, auxmoney GmbH

1. Marketplace-Lending

Digitale Plattformen wie eBay, Uber oder Airbnb sind aus unserem Alltag nicht mehr weg zu denken und gehören heute in vielen Bereichen zu den führenden Branchenvertretern. Die Idee dieser Plattformen ist so einfach wie erfolgreich: Sie bringen Anbieter und Nutzer mithilfe digitaler Technologie zusammen und ermöglichen schnelle und unkomplizierte Transaktionen. In der Fintech-Branche sind es Kreditmarktplätze, die sich dieses Prinzip zunutze machen und seit mehreren Jahren erfolgreich etabliert haben. Sie bringen Anleger und Kreditnehmer über einen Marktplatz zusammen. Auch unter dem Begriff Marketplace- oder Peer-to-Peer-Lending bekannt, erfolgt das «Matching» zwischen Kreditnehmer und -geber dabei über die Plattform der Marktplätze. Der weltweit erste Kreditmarktplatz Zopa wurde 2005 in Großbritannien gegründet. Ein Jahr darauf folgten Prosper und Lending Club in den USA. In Deutschland wurde 2007 der Kreditmarktplatz auxmoney gegründet.



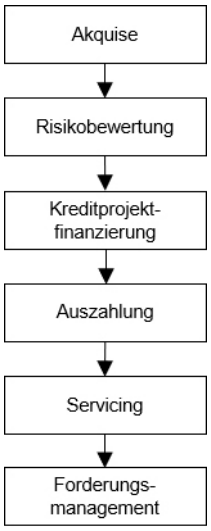
(Vereinfachte) Struktur eines Kreditmarktplatzes

Im Gegensatz zu Banken, die als Intermediär Kredite über mehrere Kanäle refinanzieren (zum Beispiel via Depositengelder oder Kapitalmarkt) und diese dann an Personen sowie Unternehmen vergeben, investieren private und institutionelle Anleger über Kreditmarktplätze unmittelbar in vorgeprüfte Kreditnehmer. Kreditmarktplätze partizipieren häufig nicht an den Zinseinnahmen, sondern generieren ihre Einnahmen primär durch Gebühren bei erfolgreicher Transaktion von Kreditgebern und -nehmern. Eine Ausnahme stellt das sogenannte Balance Sheet Lending dar, bei dem Kreditmarktplätze selbst als Investor auf der eigenen Plattform auftreten und folglich über ein eigenes Kreditbuch Zinseinnahmen erzielen.

Die Marktplätze begleiten Anleger und Kreditnehmer über den gesamten Lebenszyklus eines Kredites. Sie übernehmen dabei in der Regel die wesentlichen Prozesse bei der Kreditfinanzierung – von der Akquise des Kreditnehmers, über Bonitätsbewertung (Scoring, Underwriting) bis hin zu Kreditauszahlung und Servicing. Je nach Marktplatz werden Finanzierungsmöglichkeiten für Konsumenten, kleinere und mittlere Unternehmen oder auch beide Kundengruppen angeboten.

2. Kernprozesse eines Marktplatzes: Von der Akquise, über Scoring bis hin zu Auszahlung und Forderungsmanagement

Unabhängig von Kreditart und Jurisdiktion weisen Marktplätze in der Regel sechs Kernprozesse beziehungsweise -tätigkeiten auf: Akquise, Risikobewertung sowie Finanzierung des Kreditprojekts, Auszahlung, Servicing und Forderungsmanagement. Diese werden nachfolgend einzeln beleuchtet.



Schematische Darstellung der Kernprozesse

Akquise

Marktplätze akquirieren Kreditnehmer über vielfältige Marketingkampagnen. Abhängig von den marktlichen Gegebenheiten werden dazu unterschiedliche Distributionskanäle genutzt, von offline (zum Beispiel TV-Marketing, Radio- oder Briefwerbung) zu online (zum Beispiel Suchmaschinenwerbung, E-Mail- oder Affiliate-Marketing). Im B2B-Bereich kooperieren Marktplätze zudem auch mit anderen Marktteilnehmern. Beispielsweise leiten Banken oder Online-Vergleichsportale Kreditsuchende an die Plattformen weiter. Sobald ein Kreditnehmer auf die Website des Marktplatzes gelangt, kann dieser schnell und unkompliziert einen Kredit anfragen.

Bewertung der Kreditprojektanfrage

Im digitalen Antragsprozess werden alle notwendigen Informationen des Kreditnehmers abgefragt. Je nach Marktplatz und Kreditnehmersegment, also Konsumenten oder Unternehmen, werden unterschiedliche Informationen eingeholt. Häufig spielt die Abfrage von Auskunfteien eine zentrale Rolle. Falls notwendig wird der Nutzer zudem gebeten, weitere Informationen zur Analyse und Validierung einzureichen, wie zum Beispiel Kontoauszüge oder Gehaltsabrechnungen. Unmittelbar im Anschluss an die Kreditanfrage erfährt der Nutzer die Kreditentscheidung.

Kreditmarktplätze nutzen eine über Jahre entwickelte Technologie, um die Bonität des Kreditsuchenden präzise zu bewerten. Dies ist die Kernexpertise von Kreditmarktplätzen. Bei jeder Kreditanfrage werden dazu Hunderte von Merkmalen ausgewertet. In die Bewertung von Konsumenten fließen unter anderem die Informationen von Auskunfteien, historische Performance-Daten ähnlicher Kreditnehmer und digitale Daten aus der Interaktion des Users mit dem Marktplatz ein. Die intelligente Kombination dieser Merkmale ergibt schließlich ein trennscharfes Ergebnis zur Bewertung der Bonität. Kreditmarktplätze erhalten so ein differenziertes Bild des Kreditsuchenden. Anhand dieses Scorings wird der Zinssatz in Abhängigkeit des Kreditrisikos festgesetzt. Dabei kommen Score-Klassen zum Einsatz, die die Bonität eines Kreditnehmers approximieren. Beim Kreditmarktplatz auxmoney sind dies beispielsweise die Klassen AA bis E.

Finanzierung des Kreditprojekts

Sobald ein Kreditprojekt durch den Marktplatz angenommen wurde und der Kreditsuchende das Projekt weiterhin abschließen möchte, wird dieses auf dem Marktplatz den Investoren angeboten. Die Allokation der Kreditprojekte an die Investoren unterscheidet sich zwischen den Plattformen. So werden die Kreditprojekte bei manchen Marktplätzen den Investoren zufällig zugeteilt (“Level-Playing Field”, keine adverse Selektion), während Investoren bei anderen Marktplätzen Kredite einzeln anhand dargebotener Informationen, wie zum Beispiel Score-Klasse, Kredithöhe, Auskunftei-Score oder weiteren relevanten Kreditnehmerinformationen, selektieren und eigene Modelle einsetzen können. Zusätzlich obliegt es Investoren je nach Marktplatz zu entscheiden, ob sie einen Kredit mit anderen Investoren gemeinsam finanzieren (“Fractional Loan”), also nur ein Anteil eines Kredites, oder einen Kredit vollständig allein finanzieren (“Whole Loan”). Bei zufälliger Zuteilung der Kreditprojekte gestaltet sich der Allokationsprozess automatisch, also ohne manuelle Tätigkeiten des Investors. Die Kredite werden Investoren in der Regel zu pari angeboten und verkauft.

Kreditauszahlung («Origination»)

Kreditmarktplätze kooperieren zur Auszahlung der Kredite häufig mit lizenzierten und beaufsichtigten Kreditinstituten. Dies erfolgt in der Regel im Rahmen eines White-Labeling des Bankenservices. Dabei übernimmt das Kreditinstitut die formale Kreditentscheidung sowie alle weiteren regulatorischen Anforderungen, so zum Beispiel KYC- oder Geldwäsche-Prüfung. Aufgrund des vollständig digitalen Ansatzes vergehen von Kreditanfrage bis Kreditauszahlung im Optimalfall nur 24 Stunden.

Servicing

Nach der Auszahlung eines Kredites ist der Marktplatz in Zusammenarbeit mit der kreditvergebenden Partnerbank verantwortlich für die Abwicklung der Kreditnehmerzahlungen, die Weiterleitung dieser an die Investoren sowie die laufende Betreuung der Kreditnehmer. Zahlungen werden häufig automatisch per Lastschrift vom Konto des Kreditnehmers eingezogen, was die Zahlungsperformance erheblich erhöht. Falls ein Kreditnehmer eine Zahlung verpasst, tritt der Marktplatz mit dem Kunden in Kontakt, um den Grund für die Zahlungsstörung in Erfahrung zu bringen sowie an Lösungen zur Zahlungsfortsetzung mit dem Kunden zu arbeiten.

Forderungsmanagement

Wenn keine Lösung mit dem Kunden gefunden werden konnte und der Kredit gekündigt wird, erfolgt je nach Marktplatz entweder die Betreibung über Zeit (durch den Marktplatz selbst oder durch einen submandatierten Dienstleister) oder der Verkauf an ein Inkassounternehmen. In beiden Fällen werden betriebene Zahlungen, gegebenenfalls abzüglich einer Gebühr, an die Investoren weitergereicht.

3. Anlageklasse

Auch wenn sie rein formell ein klassisches Rentenpapier darstellen, werden über Marktplätze finanzierte Kredite als Anlageklasse meistens im Bereich der Alternative Investments verordnet. Nachfolgend werden einzelne Eigenschaften und Besonderheiten dieser Anlageklasse vorgestellt.

Rendite

Marktplatz-Kredite generieren, je nach zugrundeliegender Darlehensart, regelmäßige Zahlungsflüsse. Bei Annuitätendarlehen erfolgen diese monatlich und die Renditen liegen in Deutschland für gewöhnlich im mittleren einstelligen Prozentbereich. Kreditnehmer leisten jeden Monat Tilgungs- sowie Zinszahlungen, welche vom Marktplatz unmittelbar an die Investoren weitergereicht werden. Abhängig vom Betriebsmodell des Marktplatzes erhalten Investoren diese Zahlungen von täglich bis zu mehrmals monatlich. Beispielsweise würde ein Investor bei einem Einmalinvestment von 100.000 € in ein Kreditportfolio aus Annuitätendarlehen mit einer gewichteten Mittellaufzeit von 24 Monaten und einer jährlichen Rendite von fünf Prozent jeden Monat ungefähr 4.500 € an Zahlungen erhalten, welche dann entweder abgezogen oder automatisch reinvestiert werden können.

Laufzeit

Für über auxmoney begebene Konsumentenkredite kann die juristische Laufzeit 12 bis zu 84 Monaten betragen, wobei die effektive durchschnittliche Laufzeit eines Portfolios durch Tilgungen und vorzeitigen Ablösungen deutlich kürzer ist. Kreditnehmer können, abhängig von der Jurisdiktion, Kredite teilweise oder vollständig vorzeitig ablösen. Dies wird in den Risiko-/Renditemodellen vorab berücksichtigt. Zudem können Investoren in einem solchen Fall automatisch in neue Kreditprojekte reinvestieren.

Konjunkturelles Umfeld

Marktplätze können durch proprietärere Risikomodelle und eigene Technologien schnell auf neue Gegebenheiten im Marktumfeld reagieren, um die Rendite der Investoren zu sichern. Die in der Regel nicht revolvierende, vollständig amortisierende Struktur der Kredite liefert eine weitere Absicherung im Vergleich zu anderen alternativen Investitionsmöglichkeiten im Konsumenten- sowie KMU-Bereich.

Korrelation

Die Renditen von über Marktplätze begebenen Krediten, insbesondere Konsumentenkrediten, korrelieren sehr gering mit den Entwicklungen auf dem Aktien- und Anleihenmarkt, weshalb sich diese ideal zur Portfoliodiversifikation eignen.

Diversifikation

Ähnlich wie bei anderen Anlageklassen ist auch bei Marktplatz-Krediten die Streuung des Kapitals ein Schlüsselfaktor für die Erstellung eines stabilen Portfolios. Im Kontext von Marktplatz-Krediten bedeutet dies eine Verteilung über viele Kreditnehmer, Score-Klassen, Laufzeiten sowie Investitionszeiträume.

4. Vorteile von Marktplätzen gegenüber traditionellen Marktakteuren

Im Vergleich zu traditionellen Marktakteuren können Marktplätze durch den Einsatz von Technologie sowie durch die Automatisierung von Prozessen wesentlich schneller und flexibler agieren. Davon profitieren sowohl Kreditnehmer als auch Anleger. So zeichnet sich das Kundenerlebnis der Marktplätze unter anderem durch vollständig digitale und dementsprechend schnelle Prozesse (zum Beispiel digitale Einreichung von Kontounterlagen, Online-Identitätsprüfung sowie elektronischer Unterschrift) aus. Kreditnehmer erfahren so innerhalb kürzester Zeit, ob die Kreditfinanzierung zustande kommt und erhalten den Kredit bei positiver Entscheidung schnell und unkompliziert. Des Weiteren sind die Stückkosten für die Marktplätze durch die stark datengetriebene Kreditanalyse sowie dem hohen Automatisierungsgrad der Kreditfinanzierung im Vergleich zu etablierten Akteuren gering. Darüber hinaus lassen Marktplätze digitale Datenquellen in ihre Risikomodelle und -algorithmen einfließen und aktualisieren diese häufiger als Banken. Dadurch haben Kreditmarktplätze die Möglichkeit kreditwürdige Kunden zu identifizieren und zu bedienen, die von traditionellen Kreditanbietern abgelehnt werden beziehungsweise deren Risikobewertung anderen Marktteilnehmern zu kostenintensiv ist. Damit bieten Marktplätze institutionellen Investoren den Zugang zu bisher kaum investierbaren Marktsegmenten mit attraktiven Renditen und bieten je Investorentyp eine bedarfsgerechte Ausgestaltung in Bezug auf Investmentstruktur und Reporting an.

5. Ausblick

Durch ihre generelle Schnelligkeit und Modellflexibilität waren die Marktplätze in der Lage äußerst früh auf die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie zu reagieren, indem sie ihre Risikomodelle den neuen Gegebenheiten angepasst haben. So haben Marktplätze für die Bewertung von Kreditanfragen ihre Annahmekriterien vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Konjunktur präventiv nachgeschärft. Weiterhin bleiben Marktplätze aufgrund der angepassten Risikomodelle sowie der digitalen Kreditantragsstrecke und des hohen Automatisierungsgrads in der Lage, attraktive Kreditnehmersegmente besser zu bedienen als Banken. Aufgrund dessen ist zu erwarten, dass Kreditmarktplätze gestärkt aus der Pandemie hervorgehen und die Bedeutung dieser Anlageklasse für institutionelle Investoren weiter zunehmen wird.

Kontakt:

auxmoney GmbH
Kasernenstraße 67
40213 Düsseldorf
www.auxmoney.com

Daniel Zakowski, CFA
VP Marketplace Investments
zakowski@auxmoney.com

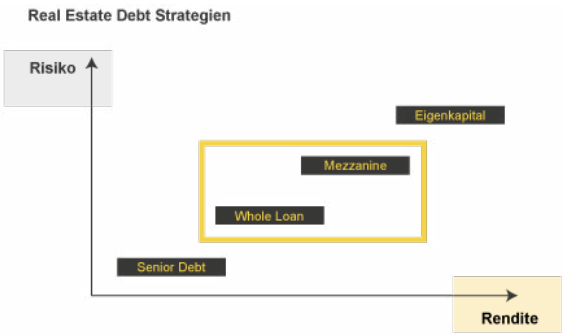
Jonas Thiel
Associate Marketplace Investments
thiel@auxmoney.com

von Manuel Köppel, BF.capital GmbH

Immobilienkreditfonds bieten attraktive Renditen bei moderatem Risiko. Dies ändert sich auch in der Corona-Krise nicht. Die Zurückhaltung der Banken führt dazu, dass sich den Fonds mehr Opportunitäten bieten. Die Vorteile für Investoren – eine relativ höhere Verzinsung und ein Investment außerhalb der Immobilienquote – bleiben bestehen.

Die Corona-Krise hat viele Gewissheiten radikal verändert. Einen Faktor, der für den Immobilienmarkt von ausschlaggebender Bedeutung ist, konnte jedoch selbst die Wucht der Pandemie nicht verändern – nämlich das Zinsniveau. Im Gegenteil: Die Maßnahmen, die die Notenbanken weltweit ergriffen haben, sorgen weiterhin langfristig für niedrige Zinsen. Dies wird den Investitionsdruck im Immobiliensegment, den Institutionelle schon seit Jahren verspüren, weiter verstärken. Dies spiegelt beispielsweise das jüngst veröffentlichte Trendbarometer Assekuranz von EY wider. Die durchschnittliche Immobilienquote ist trotz der Krise von 10,3 Prozent Mitte 2019 auf 10,8 Prozent Mitte 2020 gestiegen. Und künftig soll die Immobilienquote weiter steigen oder zumindest gehalten werden. Das bedeutet aber auch, dass der Druck auf die Immobilienrenditen nicht nachlassen wird. Institutionelle müssen teilweise neue Wege gehen, wenn sie mit Immobilien noch Renditen über vier Prozent p.a. erzielen wollen, ohne dabei das Risiko aus dem Blick zu verlieren.

Ein solcher Weg kann ein Immobilienkreditfonds sein. Kreditfonds können mit sogenannten Whole-Loan-Strukturen in geeigneten Finanzierungssituationen bis zu 80 Prozent des Marktwerts gehen, während klassische Immobilienfinanzierer, wie Banken oder Versicherungen, durch die gesetzlichen sowie ihre internen Beleihungswertvorgaben häufig bei niedrigeren Ausläufen gedeckelt sind. Für dieses vergleichsweise größere Risiko, das in der Spitze in den Mezzanine-Bereich hineinreicht, erhält der Kreditfonds eine höhere Verzinsung, die im Vergleich zu einer klassischen Erstrangfinanzierung einen Mischzinssatz aus Senior- und Mezzanine-Tranche darstellt.



Bei Investments in den gekennzeichneten Bereichen des Segments Real Estate Debt ist eine Investition über Fonds für institutionelle Investoren in der Regel der bessere Weg als ein Direktinvestment auf die eigene Bilanz.

Kreditfonds ermöglichen eine gute Diversifikation

Welche weiteren Argumente sprechen – neben der höheren Rendite – aus Sicht der Investoren für Kreditfonds? Die Zusammensetzung des Portfolios aus mehreren Einzeldarlehen führt per se zu einer Risikostreuung. Der Mix aus mehreren Krediten, die sowohl Bestandsimmobilien als auch Projektentwicklungen finanzieren, schafft eine hohe Diversifikation. Anders ausgedrückt: Der Fonds vermeidet Klumpenrisiken. Außerdem verfügen erfahrene Manager von Kreditfonds über Zugang zu vielen Deals und Marktinformationen und betreiben aktives Risikomanagement.

Kreditfonds entlasten Immobilienquote

Ein anderes Pro-Kreditfonds-Argument hat für institutionelle Anleger in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen: Die Anlageklasse wird abhängig von der Ausgestaltung des Fondsvehikels und der einzelnen Finanzierungstransaktionen nicht der Immobilienquote zugeordnet. Gerade bei Versorgungswerken, Pensionskassen und Versicherungen ist diese Quote zunehmend ausgereizt und die Zuordenbarkeit zu anderen Quoten von großer Bedeutung. Dennoch profitiert der Fonds von der Besicherung durch die Immobilie und ist im Vergleich zu anderen Anlagen relativ risikoarm. Dies liegt u.a. daran, dass selbst im Whole-Loan- und Mezzanine-Segment mit Abschlägen auf den Marktwert gearbeitet wird. Das heißt, es gibt im Fall von Wertkorrekturen noch Puffer. Im Gegensatz dazu wird bei Immobiliendirektinvestments bzw. Eigenkapitalinvestments der Marktwert zum Zeitpunkt des Investments zunächst einmal zu 100 Prozent ausgereizt.

Kreditfonds sind flexibler

Wo liegen die Vorteile für die Darlehensnehmer, wenn sie Gelder von einem Kreditfonds in Anspruch nehmen? Der größte Wettbewerbsvorteil von Kreditfonds ist ihre größere Flexibilität im Vergleich zu Banken. Einige Beispiele sollen dies verdeutlichen:

So kann ein Kreditfonds in der Frühphase einer Projektentwicklung in der Regel schneller reagieren als ein klassisches Finanzierungsinstitut – dies gilt insbesondere bei Grundstücksankaufsfinanzierungen. Mit dem Fonds nimmt der Darlehensnehmer zwar höhere Kreditkosten in Kauf, kann jedoch bei einer attraktiven Offerte in der Regel schneller zuschlagen. Die schnellere Verfügbarkeit und die – bei entsprechender Ausgestaltung der Anlagerichtlinien – zwar genauso intensive, aber weniger formalistische Risikoprüfung ist einer der Hauptwettbewerbsvorteile des Immobilienkreditfonds gegenüber der Bank.

Ein anderes Beispiel ist die Finanzierung eines Ankaufs von Entwicklungsgrundstücken, die zwar über ein weitestgehend gesichertes und plausibles Baurecht verfügen, allerdings noch nicht über eine Genehmigung. Hier tun sich viele Banken mit der Beleihung schwer. Gleiches gilt für Objekte, die noch mit kurzen Restlaufzeiten vermietet sind und perspektivisch einer neuen Nutzungsart zugeführt werden sollen. Banken orientieren sich aufgrund der Regularien in solchen Fällen häufig am Status Quo und verfügen über wenig Flexibilität, um in ihrer Kreditentscheidung auf die anschließende Entwicklung abzustellen. Dies gilt selbst dann, wenn die Entwicklung bereits sehr konkret absehbar ist. Hier verfügen Immobilienkreditfonds häufig über mehr Flexibilität. Diese wird der Risikokategorie entsprechend auch in Form von Renditeaufschlägen vergütet.

Kreditfonds vergeben wichtige Interims-Finanzierungen bei Bauprojekten

Eine andere Nische für Kreditfonds ist durch die gestiegenen Grundstückspreise und die gleichzeitige höhere Risikosensibilität der Banken entstanden. Steht nicht ausreichend Eigenkapital bereit, können Kreditfonds als Finanzierungspartner das fehlende Kapital bereitstellen. Das teurere nachrangige Kapital macht vor allem in Situationen Sinn, in denen es eine Phase der Umwidmung oder sonstiger Wertschöpfung gibt. Dabei sind Mezzanine-Fonds Partner auf Zeit. Sobald zum Beispiel das Wohnbaurecht vorliegt, kann sich der Projektentwickler wiederum günstiger mit einer klassischen Bankfinanzierung eindecken und den Mezzanine-Anteil reduzieren oder bei Neubauobjekten im Core-Segment auch ganz darauf verzichten. Der Immobilienkreditfonds würdigt somit das unternehmerische Element des Investors. Unterm Strich arbeiten Banken und Kredit- wie auch Mezzanine-Fonds also eher Hand in Hand, als dass sie in Konkurrenz zu einander stehen.

Fazit: Die Banken sind in der Corona-Krise eher zurückhaltend. Bereits jetzt zeigt sich, dass LTVs und LTCs tendenziell sinken und die Bankmargen steigen. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass sich die Spielräume für Kreditfonds eher erweitern werden. Für Institutionelle ist das eine gute Nachricht, da sich die Opportunitäten via Kreditfonds in Immobilienprojekte zu investieren vergrößern werden. Die beiden großen Vorteile aus Investorensicht werden davon nicht berührt: Kreditfonds bieten erstens eine vergleichsweise hohe Verzinsung bei moderatem Risiko und zweitens ermöglichen sie ein Immobilieninvestment, das aber nicht der vollen Immobilienquote zugerechnet werden muss.

Kontakt:

BF.capital GmbH
Friedrichstr. 23 a
D-70174 Stuttgart

Manuel Köppel,
Geschäftsführer
BF.capital GmbH

T +49 711 22 55 44 136
M +49 176 134 73 586
E m.koeppel@bf-direkt.de

von 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 Volatiltität 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

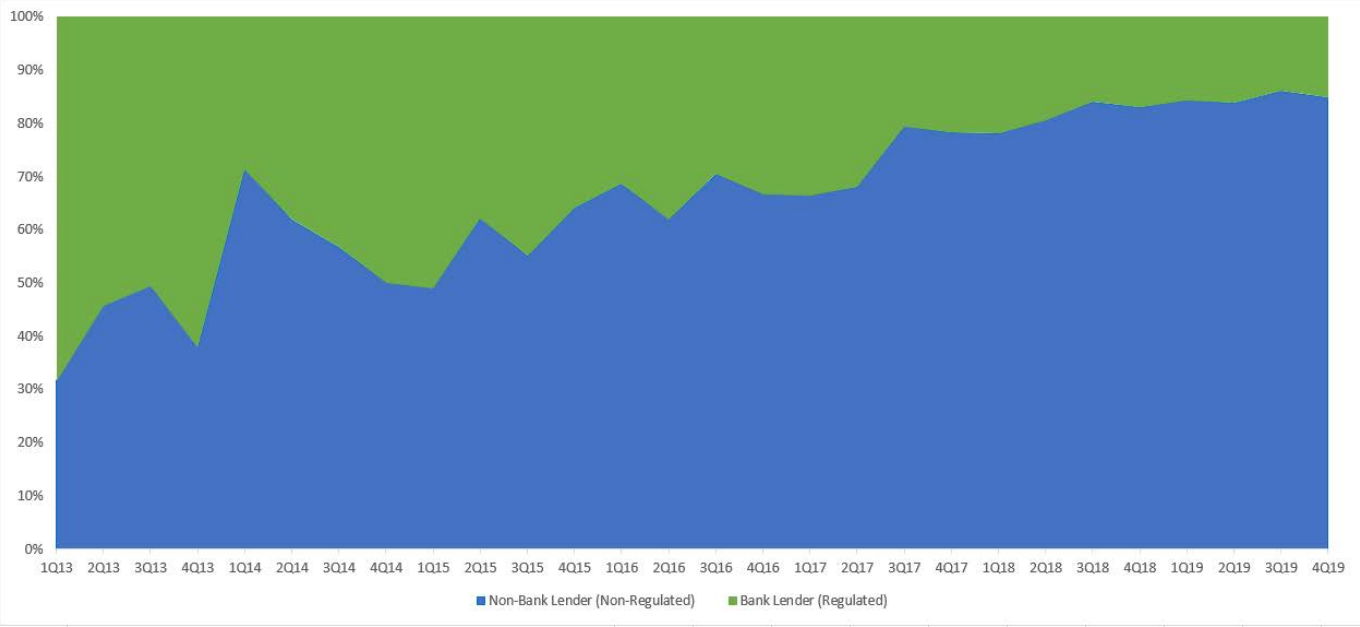
Investitionsangebote

Private-Equity-Unternehmen wenden sich zur Finanzierung ihrer Aktivitäten zunehmend direkt an private Kreditgeber, so dass die Kreditvergabe außerhalb des Bankensektors immer weiter ansteigt (Abbildung 1). Für Kreditgeber, die über gute Verbindungen zu Sponsoren verfügen, ergeben sich im Jahresverlauf vielzählige Möglichkeiten zur potenziellen Kreditvergabe. Darüber hinaus führen gute Beziehungen zu Sponsoren oft zur Gewährung von „first looks", „last looks" und der Möglichkeit, sich an nachfolgenden Refinanzierungen zu beteiligen.

Zunehmende Anzahl an Geschäfte mit Kreditgebern außerhalb des Bankensektors

Anlage 1: Mittelstandskredite - Anteil mit und ohne Bankenbeteiligung

März 2013 – Dezember 2019



Quelle: Refinitiv, 2019.

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 Privat Debt-Markt von denen 317 Direct Lending Fonds waren. Der überwiegende Anteil der Manager fokussierte 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 vorteilhaftere 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 höherere 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 Netzwerks 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 durchführem. 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.

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.

Kontakt:

Franklin Templeton
Tel.: 069 27223-557
E-Mail: institutional@franklintempleton.de

Stefan Bauer
Geschäftsführer & Country Head Germany

by Dr. Daniel Schmidt and Simon Tang, CEPRES

Private debt is a maturing asset class that has become an integral component of many institutional investors' private markets portfolio due to its relatively lower risk and superior liquidity characteristics compared to private equity strategies. Private debt as an asset class that we know of today took shape in the early 2000s after the Dot Com bubble burst when many investors were left burned and looking for a relatively safe alternative in the alternatives market. Over the next two decades, private debt emerged to become the significant-other in buyout transactions and also a broader strategy that evolved with increasingly more fund managers raising private debt funds that also specifically focus on market subsegments such as senior, mezzanine, uni-tranche, sponsored and unsponsored deals. Private debt is more complex now than it ever has been in 20 years.

In this article, we will explore private debt trend developments and journey from a broader market level, to the net-to-LPs fund level, and then deep dive to the underlying deal level with the aim to gain a better understanding of the risk, return, liquidity and the operating characteristics of this strategy.

CEPRES Data

Such an in-depth look at private debt requires reliable data from actual investments in the market, and therefore, the analysis presented here are from the Market Data area within the CEPRES Platform, where there are currently primary-sourced and verified cash-flow based (aggregated) data on over 8,000 funds and 82,000 underlying portfolio companies or deals. CEPRES Market Data also includes aggregated operating financials such as revenue, EBITDA, net profit, leverage and metrics such as debt ratios, deal pricing, debt pricing, and value creation. For private debt, CEPRES Market Data coverage includes over 800 private debt focused funds, 12,800 private debt deals and over 234,000 cash flow transactions from these deals.

Investing in Private Debt – Historical Activity

To demonstrate the increasing absolute exposure levels of Limited Partners to private debt, we track the development of LP capital call payments to private debt funds by vintage year in billions of dollars as shown in Figure 1. During the early 2000s when private debt investing was still in its nascent stages, LP paid in capital calls decreased from $8.7bn for vintage 2000 funds to the $2-4bn p.a. range for funds with vintage years between 2001 and 2004. However, by 2005, the post Dot Com bubble burst and recession were history - the private markets had evolved from venture capital euphoria in the late 1990s, followed by a lull during the recession, to flourishing private debt activity along with its buyout compatriots. For vintage years 2006 and 2008 funds, LPs paid significantly higher volumes of capital into this pre-buyout bubble burst era of private debt funds, reaching $15bn p.a. or more which is twice as much as the $7.7bn for vintage 2005.

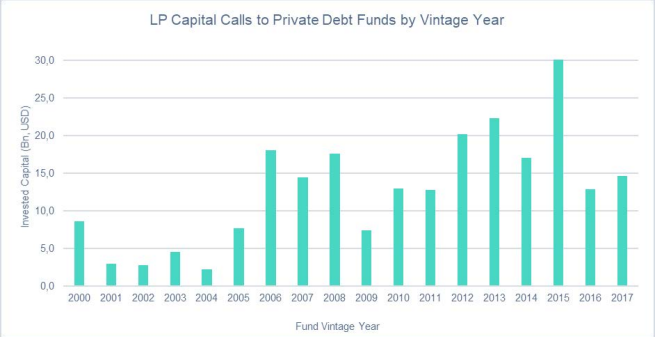


Figure 1: LP Capital Calls Paid-in to Private Debt Funds; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

Leading up to and during the buyout bubble burst, private debt capital was being deployed to finance buyout transactions with sponsored deals amounting to 77% of total capital invested across all private debt deals. In 2009 when markets were at their bottom and many private markets investors were on the sidelines in wait-and-see mode, the split between sponsored and unsponsored gross invested capital into private debt deals was at an even 50:50 split at very low overall volumes. As shown by the development from 2009 to 2010 and 2011 in Figure 1, by then it was becoming clear that the world was not ending, economies would recover, and loose monetary policies were helping all markets and overall investment activity, including LPs and their capital contributions to private debt funds. Between 2012 and 2015, LP investment activity increased dramatically with LPs paying record levels of capital into private debt funds and reaching a peak of $30bn for vintage 2015. Vintage 2016 funds are just starting to approach the mid-point of their fund terms while vintage 2019 funds are still very young (hence, excluded from Figure 1) with LPs continuing to contribute capital to these funds in the coming years.

Overall, we can see that LP investment activity into private debt funds has increased dramatically over the past 10 to 15 years as this asset class has matured across market cycles. During periods of recession and market corrections, private companies often times have difficulty accessing debt capital from traditional banks despite central banks' efforts to support economies and businesses by cutting interest rates and injecting liquidity into the financial system. This is exactly where private debt capital can fill the void and we

can see this happening between 2010 and 2015. Private debt will be more important than ever going forward, for LP portfolios and especially for private companies, as banks must contend with tighter regulations and lending practices.

Fund Level Analysis

Net IRR Returns

With the increasing appetite from LPs for private debt, how have net returns actually fared in both the Pre- and Post-GFC eras? In Figure 2, we examine private debt median Net IRR returns by vintage year and along with the corresponding lower and upper quartiles, using the actual net cash flows between LPs and private debt funds that are anonymized and aggregated in CEPRES Market Data.

Overall, median Net IRRs declined from the nearly 20% mark in the early 2000s to the mid-to-high single digit Net IRRs from 2003 onwards – the behavior for the top and lower quartiles are similar albeit with a much sharper early 2000s development for the top quartile. Specifically, Median Net IRR returns declined dramatically from their peak of 19.6% for vintage 2002 to their 7.2% low in 2007, and even more so for lower quartile funds that fell into negative territory for 2007. Meanwhile, top quartile funds also declined sharply but still delivered strong returns of over 12% between 2006 and 2008. Unsurprisingly, 2009 was an uptick vintage year for those LPs and GPs that did not stay idle on the sidelines during a market that was characterized by a lot of uncertainty and slow deal activity – vintage 2009 delivered strong Net IRR returns.

Between 2010 and 2016, returns moderated across the board and notably the spread across the quartiles tightened. LPs invested in private debt funds during this era experienced less return volatility compared to pre-GFC. During difficult market conditions such as the post-Dot Com recession between 2001 and 2003, and then again between 2007 and 2010, the spread between top quartile, median and lower quartile funds is much more apparent. Although we are now only 3 years into vintage 2017 funds, the quartile spread is once again very wide: is this an indication of market conditions going forward? We will examine volatility of returns in more detail in the next section.

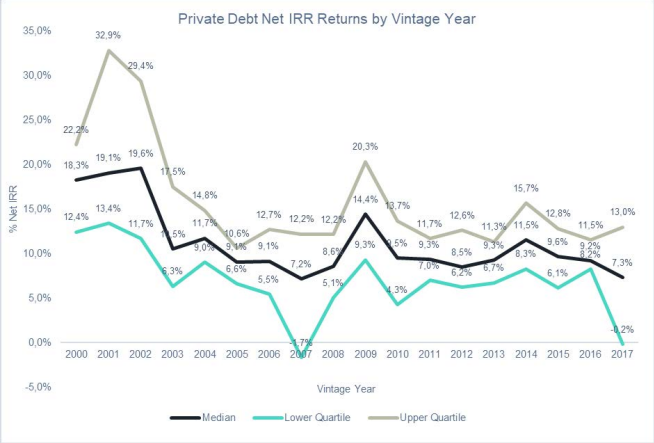


Figure 2: Private Debt Net IRR Returns; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

Volatility of Net Returns

Compared to private equity strategies such as buyout and venture capital, private debt deals should deliver more consistent but moderate returns with lower investment risk, which translates to fund level net returns that are relatively less volatile. In other words, private debt net returns should fall within a narrower performance band and that means lower risk for LPs. For LPs, the aim is always to invest in the "best" GPs who consistently deliver top-quartile returns from their funds. However, this aim cannot always be achieved; for many investors, their commitments result in second or third quartile returns. If we exclude the best and worst performing funds, i.e. the top and bottom quartiles, and analyze second and third quartile private debt funds, do they still provide more consistent (less volatile) net returns compared to buyout funds?

In Figure 3, we compare the Net IRR return spread in the second and third quartiles between private debt and buyout funds across vintage years to see how net return volatility evolves across market cycles. The 3rd quartile spread is the %-points of Net IRR spread between the median and the 4th quartile mark, while the 2nd quartile spread is the equivalent between the median and the top quartile threshold. For vintages 2001 and 2002, there is a wide upside spread for both buyout and private debt, ranging from 10-18%-points of Net IRR. What this means for LPs is that if you invested in a fund that did not perform above the top quartile threshold, then the return risk was relatively high due to volatility in the second quartile performance range of the market.

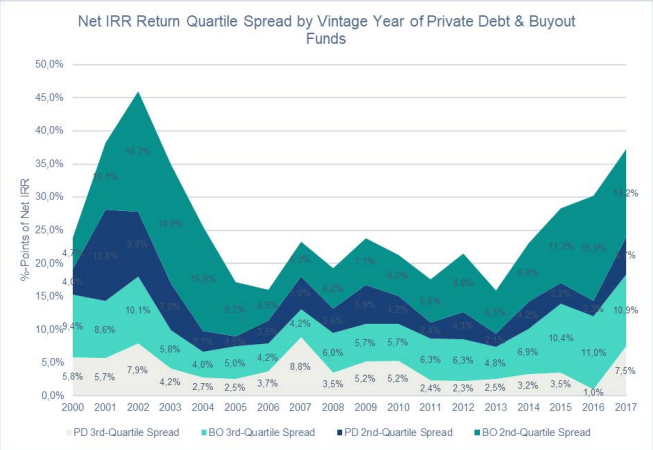


Figure 3: Net IRR Return Volatility; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

Looking at 2003 and 2004, there is a clear distinction between buyout and private debt upside spread with much more buyout volatility of 18.0%- and 15.8%-points, respectively, compared to private debt returns with significantly lower spreads of 7.0% and 3.1%. During these years, markets were in their heyday, but returns were highly volatile with many old and newly formed GPs doing deals and taking risks, sometimes with questionable financial engineering, in a frothy market environment.

By 2005 and 2006, there was significant compression of spreads compared to previous years and especially for buyout second quartile. Funds of these vintages were investing right into the run-up to the buyout bubble burst with many funds suffering from the subsequent market collapse - low market tides brought down virtually all funds, hence the tighter spreads. Vintages 2007 through 2013 are characterized as generally stable with buyout having higher spreads than private debt and the latter showing tightening spreads between 2011 and 2013.

From 2014 onwards, return volatility increased significantly and especially for buyout with second quartile spread ranging from 8.8% in 2014 to 15.9% in 2016, and the third quartile spread ranging from 6.9% in 2014 to 10.9% in 2017. Private debt net IRR spreads have remained relatively stable during this period. Figure 3 shows a few key important observations. When markets are performing well, return volatility increases, and for buyout in particular, while during market downcycles there is a compression of spreads. Overall, historical private debt net returns prove that this strategy exhibits lower (second and third quartile) net return volatility than buyout.

Liquidity

One of private debt's primary advantageous characteristics is its liquidity profile with continuous current interest payments from portfolio companies coming to the private debt fund much sooner than equity realized proceeds normally would to a private equity fund. Overlaying this aggregated behavior across a number of portfolio companies and LPs' capital call payments to the private debt fund, then a private debt fund's net cash flow J-Curve profile should be relatively less steep going into the "J", a tapered "J" valley occurring sooner, and the subsequent upwards incline trajectory also less steep due to the lack of equity-like returns. In a LP private markets portfolio context, this private debt liquidity profile can be very beneficial as it can offset the sharper J-Curves of other illiquid strategies, and therefore, provide a "smoothening" effect.

Figure 4 shows two private debt J-Curves: fully realized vintage 2000 through 2004 funds, and fully realized vintage 2005 through 2009 funds. The former is during the early era of private debt which we call here Private Debt 1.0 while the latter is the second phase leading up to the GFC or Private Debt 2.0. Across the early era funds, the J-Curve's valley occurred much sooner during Year 5 and breakeven was achieved at Year 7 but net capital volumes were still relatively low. The picture is quite different for Private Debt 2.0 funds: the valley is at Year 7 and breakeven is at nearly Year 10, and with significantly higher net capital volumes. The private debt liquidity profile changed dramatically during 2.0 with a much steeper and prolonged decline to the valley, followed by a sharper rise making the curve a lot more like private equity. This development could also have to do with the GFC years of 2007 and 2008 coinciding with these 2005-2009 vintage year funds which were actively investing when the financial crisis struck and could have had to extend their investment periods, or go into damage control mode for those companies already in the fund portfolio.

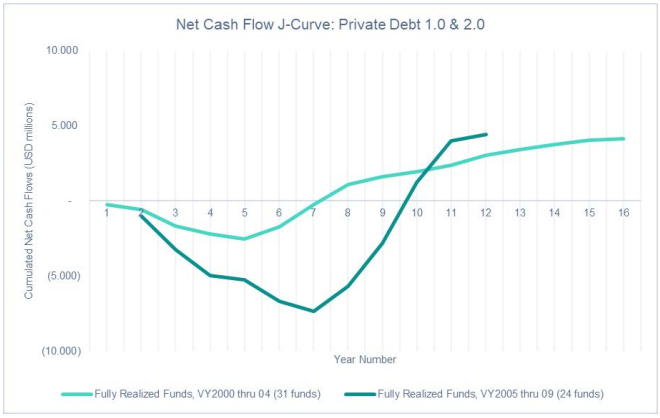
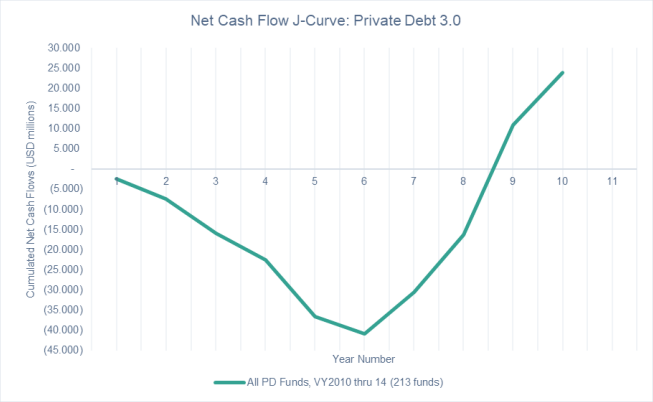


Figure 4: Early Private Debt, Net J-Curve; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

In the post-GFC 2010-2014 vintage years that we refer to as Private Debt 3.0, the market evolution continues. Figure 5 shows a data sample of 213 private debt funds that includes a combination of realized and unrealized funds since funds from this period could still be active in their fund terms. In addition to more funds and significantly higher aggregated capital volumes, we see that the valley comes earlier at the Year 6 mark, which is one year earlier than during 2.0 but still two years later than the 1.0 era. The breakeven point for LPs is at the 8.5 years mark which is an improvement over the Year 10 mark during 2.0 but still far off the pace of the Year 7 during 1.0. Keeping in mind that this more recent generation of private debt funds may not be fully realized and will continue to distribute liquidity to LPs in the coming years which will alter the overall shape of the J-Curve, overall it is apparent that this curve is tracking to become an intermediate between the first generation of private debt funds and those during the GFC period.

Most funds from vintage 2015 through 2019 are still drawing down capital from LPs and actively investing, so the J-Curve is still on a downwards trajectory and approaching its valley. It remains to be seen when the curve will bottom and when will breakeven occur: with more LPs allocating capital to private debt and investing in more funds, driving a more competitive environment for GPs and compounded by a coronavirus-driven recession, will private debt's liquidity profile shift back towards its early era, or once again towards that of the GFC period?

Figure 5: Recent Private Debt, Net J-Curve; Source:



©CEPRES Investment Platform, July 2020

Deal Level Analysis

Gross Returns vs US Fed Rates

Private debt returns are primarily driven by the interest paid by portfolio companies to the fund which is itself driven by the debt pricing charged by the fund i.e. the GP. However, this dynamic is not only a function of the competitive environment among GPs at the time of investment, but also the prevailing interest rates that dictate the borrowing costs across all segments of the economy. As we have seen earlier this year and during previous economic downturns, the US Federal Reserve may cut interest rates to help support the economy by reducing the cost of capital, which in turn should encourage businesses and consumers to borrow from lenders and spend or invest that capital, thereby stimulating the economy. Changes in the US Federal Reserve Funds Rate impact lending costs, and in theory, the interest earned by private debt funds; in other words, private debt gross returns. But is this really the case?

Figure 6 shows the annual average of the US Federal Reserve Funds Rate against private debt deal level median Gross IRR returns by deal investment year. Interest rates started to increase in 2004 to cool the US economy and continued to do so to an annual average of 5.0% in 2006. During this same period while rates were increasing, median PD deal Gross IRR returns decreased dramatically from 19.1% to 10.8%. At first glance, this appears to be contradictory behavior since as interest rates increase, we would expect private debt gross returns to increase in tandem, but in fact, as the economy gets "hotter" and drives the Fed to increase rates, the investment environment also becomes increasingly competitive and frothy, which can lead to lower debt pricing, looser debt covenants and complacent due diligence processes that result in debt issuances that normally would not be issued. Since GPs have already successfully raised funds and have the dry powder to deploy, they have the incentive to actively invest during the fund's investment period. Many deals consummated during these years resulted in a sharp decline of returns.

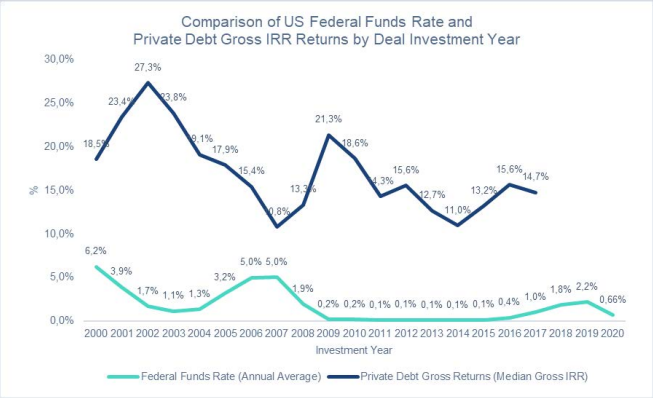


Figure 6: Private Debt Gross Returns; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

In 2008 during the GFC, the Fed cut rates to an annual average of 1.9% to stimulate the economy, while private debt returns also turned the corner and increased to 13.3% Gross IRR and continued trending upwards to 21.3% in 2009. These couple of years were characterized by significant uncertainty and as mentioned previously, many investors waited on the sidelines for the dust to settle which made the investment environment far from crowded and competitive. Deals closed during these two years fared well as we see from the median returns. Between 2009 and 2014, interest rates stayed at their historical lows of almost 0% and private debt returns trended downwards from their 2009 peak to a 11% Gross IRR in 2014. The recent period between 2016 and 2019 saw a steady increase in Fed rates from an annual average of 0.4% to 2.2%, respectively. Private debt Gross IRR returns for these years are excluded from Figure 6 as these deals are still relatively young in their respective holding periods.

Overall, Figure 6 shows that private debt median gross returns have declined dramatically as this asset class has matured over the past 20 years across market cycles. This year has so far been a tumultuous year for global markets with US interest rates nosediving to a June 2020 year-to-date average of 0.66% due to the recession resulting from the coronavirus crisis. Compared to the GFC of ten years ago, a different kind of uncertainty has now emerged.

Risk

One of the driving factors of LPs' increasing appetite for private debt is its relatively lower risk compared to other private equity strategies and the positive impact the lower risk profile can have on an overall private markets portfolio. From an investment perspective, private debt's reduced risk characteristic is due to debt tranches' higher relative position in a company's capital structure compared to equity at the bottom so if the company becomes insolvent and is liquidated, the debt holders are the first to get reimbursed. This translates into lower downside risk which is shown in the comparison of Capital Loss Rates (CLR) between private debt and buyout in Figure 7. Specifically, CLR is the capital at risk which is measured by the ratio of capital invested into loss-making deals (defined as a deal with a Gross Total Value to Paid-in (TVPI) ratio of less than 1.0) to the total invested capital across all deals in that sample.

$$\text{Capital Loss Rate} = \frac{\text{Total Capital Invested in Loss-making Deals}_{(\text{TVPI} < 1x)}}{\text{Total Capital Invested Across All Deals}}$$

In Figure 7, the analysis shows the Capital Loss Rates for the private debt and buyout segments in terms of deal investment size for all private debt and buyout deals between investment dates January 2000 and December 2019; however, with the Market Data section in the CEPRES Platform, this risk analysis can also be performed across a variety of parameters and cross-sections including different deal investment years, industries, sectors, regions, countries and many more.

On an overall aggregated basis, the private debt CLR is substantially lower than buyout at 4.5% and 11.6%, respectively, but then also significantly within each investment volume range where private debt is much lower than buyout where the former has a CLR in the range of 3-6% and the latter's CLR is in the range of 11-14%. In terms of investment volumes, private debt has incrementally higher CLR at the lower end of the spectrum with a 5.8% in the $10m or less category, compared to 3.6% and 4.4% at the higher end. Smaller investment volumes suggest the portfolio companies are also smaller in scale, which means that these types of companies pose a higher investment risk compared to larger companies because they are more vulnerable during downturns. Similarly, buyout also has a higher CLR of 14% at the low end, decreasing to 10.9% at the $50-100m range, and then increasing again to 12.4% in the $100-250m range. This analysis can be mapped onto how we understand the overall market is subdivided into the categories of Small Caps, Lower Middle Market, Middle Market, Upper Middle Market, and Large Buyout.

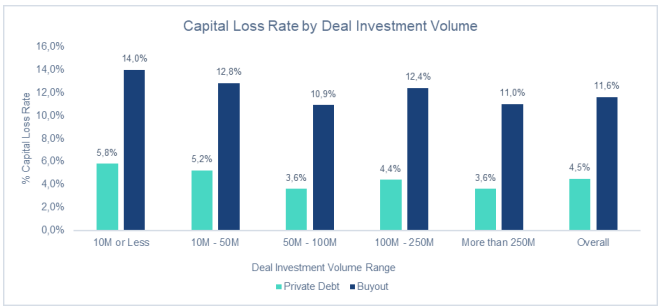


Figure 7: Capital Loss Rate; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

Private debt also exhibits inherent downside protection due to the fact that it is positioned higher in the capital structure, and this is apparent in the Recovery Rates shown in Figure 8. Recovery Rate can be seen as a measure of a GP's ability to work through difficult situations to recover value from loss-making deals (TVPI < 1x) and is defined as the ratio of the sum of total value and realized proceeds, to the total invested capital across the sample of loss-making deals. In other words, Recovery Rate measures how much value is recovered from underwater deals (TVPI < 1x).

$$\text{Recovery Rate}_{\text{Deals TVPI < 1x}} = \frac{(\text{Total Unrealized Value} + \text{Total Realized Proceeds})_{\text{Deals TVPI < 1x}}}{\text{Total Invested Capital}_{\text{Deals TVPI < 1x}}}$$

Figure 8 shows a comparison of Recovery Rates between private debt and buyout, again across the different deal investment volume ranges. Private debt consistently outperforms buyout across the spectrum, from 53.3% at the lowest end to all the way up to 76.0% for the >$250M range. In contrast, buyout Recovery Rates are notably lower and range from 43.9% to just 50.9%. The Capital Loss Rate and Recovery Rate charts in Figures 7 and 8 demonstrate the "Risk" part of the risk/return relationship differences between private debt and buyout.

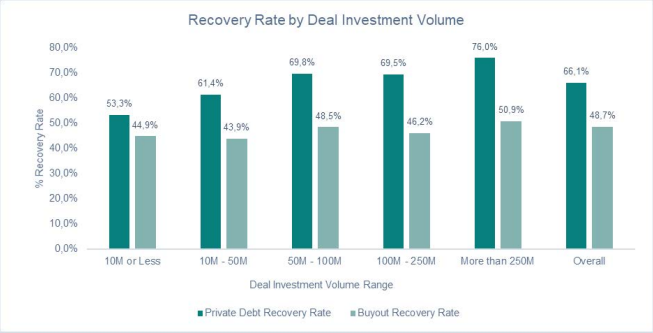


Figure 8: Recovery Rate; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

Leverage

Now more than ever since the GFC, investing in growth equity and buyout, and in particular, private debt strategies requires the thorough analysis of deal level leverage ratios in the market, a GP track record, and a LP portfolio. There are a few common ways to measure the debt loading on a private company: in terms of the number of turns of debt relative to net profit, EBITDA or equity. Figure 9 shows a comparison of median Senior Debt to Entry EBITDA and median Subordinated Debt to Entry EBITDA of private debt deals between January 2000 and December 2019.

During the early years of private debt between 2000 and 2003, senior debt ratios generally declined while subordinated debt ratios rose albeit at stayed at a relatively low one-to-two turns of EBITDA. By the mid-2000s with markets flush with capital and liquidity, senior debt ratios skyrocketed to 3.68x in 2007 while subordinated debt increased moderately to 1.77x. During the GFC, senior levels tumbled to 2.00x in 2009; not a surprising development due to the economic crisis at that time.

Subordinated debt ratios were relatively flat for a number of years between 2008 and 2014, after a decline from its modest peak level in 2007, but another interesting trend is the sharp increase in senior ratios from 2009 to 2010, and then its continued rise in levels to 3.93x EBITDA in 2017, while subordinated has declined even further since 2014 with the median at 0.95x and 1.03x in 2016 and 2017, respectively.

Overall, senior debt ratios have risen dramatically since 2009 while simultaneously subordinate debt ratios remained stable for many years and declined recently, which can be attributed to the market pressure coming from senior debt investors on top and equity investors at the bottom of the stack, squeezing subordinated debt and what these GPs investors can charge companies. Compounded with how interest rates have also stayed so low for so long, there is downward pressure across the board on debt pricing, which adds to the challenges faced by private debt GPs.

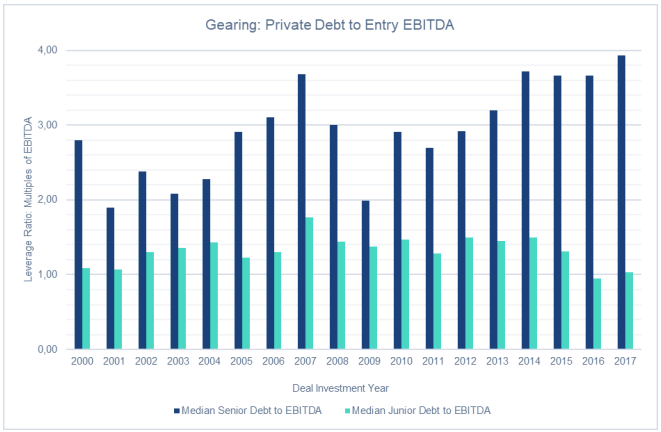


Figure 9: Private Debt Deals, Leverage Ratios; Source: ©CEPRES Investment Platform, July 2020

Senior debt investors have become increasingly more prevalent in the private debt market and in deal activity. However, when there are a few senior debt investors providing different senior tranches to the same company, ultimately there is still a debt hierarchy resulting in some lenders being relatively more junior to others even if none of them consider themselves as being a subordinated debt investor. What this means is that if a company becomes insolvent and it is carrying various layers of senior debt, then there is still a high level of risk in the senior tranche.

How to effectively deploy capital into the private debt asset class?

The private debt asset class has come a long way over the past two decades and it has matured to become a complex yet important investment strategy for institutional private markets portfolios. With private debt having at least 20 years of investment history and market data behind it, investors now have at their finger-tips deep insights not only on fund-level risks, returns and liquidity, but also at the underlying deal and operating metrics level. A growing number of investment sub-strategies and market niches requires investors to dig deeper into market research and analytics that are based on verified and reliable primary-sourced data, which enable granular benchmarking that ultimately underpin asset allocation planning and underwrite capital commitments. Access to the right market intelligence will enable investors to successfully navigate an increasingly challenging private debt landscape to achieve their desired risk-adjusted returns and liquidity.

Disclaimer Reproduction or retransmission on whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. The recipient acknowledges that CEPRES does not guarantee or warrant the information herein. In addition, errors may occur. The recipient also acknowledges that every business decision, to some degree or another, represents the assumption of some risk and that CEPRES, in furnishing information, does not and cannot underwrite or assume recipients' risk, in any manner whatsoever. The information in this proposal is provided „as is" without any representation or warranty of any kind. Information contained are published for the assistance of recipients, but are not to be relied upon as authoritative or taken in substitution for the exercise of judgment by any recipient, they are subject to change without notice and not intended to provide the sole basis of any evaluation of the instruments discussed therein. CEPRES does not accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this proposal. The recipient will only use it for internal purposes. Other uses are subject to permission by CEPRES.

Contact:

CEPRES GmbH
Nymphenburgerstrasse 3a
80335 Munich

Dr. Daniel Schmidt
Founder & CEO
daniel.schmidt@cepres.com

Simon Tang
Partner
simon.tang@cepres.com

von Abhik Das, Golding Capital Partners

Die anhaltende COVID-19-Pandemie führt zu deutlichen Herausforderungen in den Portfolien von Private Debt-Fonds. Gleichzeitig bringt jede Marktverwerfung auch eine Vielzahl neuer Investitionsopportunitäten mit sich, von denen Private Debt-Fonds durchaus profitieren können. Entscheidend für den weiteren Erfolg des Private Debt-Marktes wird dabei sein, wie die einzelnen Fonds die aktuelle Krise bewältigen. In diesem Zusammenhang ist ein proaktives Krisen- und Risikomanagement unerlässlich.

Die COVID-19-Pandemie und die damit einhergehenden gravierenden Einschränkungen des öffentlichen Lebens haben weitreichende Auswirkungen auf mittelständische Unternehmen – dem primären Marktsegment von Private Debt-Fonds. Die anhaltende Unsicherheit bedeutet, dass in vielen Fällen eine valide Einschätzung in punkto Ausfällen oder sogar möglichen Abschreibungen noch zu früh ist. Allerdings ist damit zu rechnen, dass es in Bezug auf Zinszahlungen oder Kreditsicherungsklauseln (sog. Covenants) zu Zahlungsverzügen kommen wird oder gewisse Kreditvertragsbestimmungen nicht eingehalten werden können. Entscheidend ist dabei, wie proaktiv Private Debt-Fonds, deren Kreditnehmer und wiederum deren Eigentümer – oftmals Private Equity-Fonds – auf die aktuelle Situation reagieren. Was die meisten Private Debt-Fonds dabei gemeinsam haben, ist ein lösungsorientierter Ansatz auf verschiedene Krisensituationen. Dadurch sind viele Private Debt-Fonds solide aufgestellt, um die momentane und mittelfristig fortlaufende Unsicherheit zu meistern.

Fokus auf Liquidität

Die Auswirkungen der Corona-Krise haben Unternehmen unterschiedlicher Branchen ungleich hart getroffen. So ist leicht nachvollziehbar, dass Unternehmen im Einzelhandel stärker betroffen sind als die meisten Software-Firmen oder Unternehmen in der Gesundheitsbranche. Schicksalhaft, aber ebenso wenig verwunderlich ist, dass die Krise für Gesellschaften, die schon vor Ausbruch der Pandemie mit strukturellen oder unternehmensspezifischen Problemen zu kämpfen hatten, zur Unzeit kam. Das traf besonders dort zu, wo schon vor COVID-19 eine zu hohe und damit in Krisenphasen nicht tragbare Verschuldung erkennbar war.

Doch diese Krise traf auch vermeintlich stabile Firmen oder Sektoren. Dazu zählen zum Beispiel Privatschulen oder Betreiber von Kindertagesstätten, die oft von einem auf den anderen Tag ihre Türen schließen und in der Folge hohe Umsatzrückgänge hinnehmen mussten.
In erster Linie lag entsprechend bei allen Private Debt-Fonds der Fokus auf der Liquiditätssituation. Etablierte, disziplinierte Fonds stehen ohnehin in einem regelmäßigen Austausch mit den jeweiligen Portfoliounternehmen. In der aktuellen Phase wurde dieser Dialog eindeutig intensiviert, indem die meisten Kreditnehmer angehalten wurden, in regulären Abständen sogenannte Liquiditätsprognosen zu liefern (Phase I; siehe Darstellung). Dabei handelt es sich um ein Instrumentarium, das bei einer unerwartet schwächeren Geschäftsentwicklung oftmals zum Tragen kommt. Die Finanzvorstände fokussieren sich dabei – im Austausch mit den Private Debt-Fonds – üblicherweise auf einen Prognosezeitraum von dreizehn Wochen. Diese Analyse ermöglicht die fortlaufende Einschätzung der Lage und damit auch die Evaluierung weiterer Maßnahmen.

Mit den Erfahrungswerten von meist mehr als drei Monaten in der aktuellen Krise – oft auch schon früher – starten viele Firmen über die Phase I hinaus Diskussionen über längerfristige Liquiditätsplanungen. Darunter fallen beispielweise die Verschiebung einzelner Kapitalinvestitionen, der Einsatz von staatlich bewilligten Unterstützungsmechanismen wie Kurzarbeit, Überbrückungskrediten oder Bürgschaften, bis hin zur Sistierung gewisser Ausbau- oder Wachstumspläne. Im Dialog mit Private Debt-Fonds geht es vor allem aber um eine nüchterne Analyse der Kapitalstruktur und der damit (nachhaltigen) Tragbarkeit des Fremdkapitals (Phase II).

Große Bedeutung von Kreditverträgen

Ist das Verschuldungsniveau nicht mehr tragbar, wird besonders deutlich, wie wichtig Kreditverträge und die darin enthaltenen Kreditsicherungsklauseln sind. Covenants erlauben Private Debt-Fonds letzten Endes, mit den Kreditnehmern und deren Eigentümern in einen noch aktiveren Dialog zu treten, um gerade in finanziell schwierigen Situationen Lösungen zu finden. Bei (temporären) Liquiditätsengpässen kann das die Stundung möglicherer Zinszahlungen für eine gewisse Periode beinhalten, aber auch die Anpassung mancher Bestimmungen, um mehr unternehmerische Flexibilität zu ermöglichen. Diese ohnehin anspruchsvollen Diskussionen beinhalten immer ein „Geben und Nehmen" zwischen Kreditnehmer, Gesellschafter und Private Debt-Fonds. In vielen Fällen werden die Unternehmen nämlich auf zusätzliche Liquiditätsspritzen angewiesen sein – oft von ihren Eigentümern. Im Portfolio von Golding Capital Partners haben wir bereits in Q2 2020 einige Fälle gesehen, wo die aktive Zusammenarbeit von Private Debt- und Private Equity-Fonds zu einer zumindest auf mittelfristige Sicht tragbaren Lösung für die jeweiligen Unternehmen führte. Bei einem spezialisierten Distributor von medizinischen Produkten im deutschsprachigen Raum war beispielsweise schon im April erkennbar, dass die Firma bis Ende 2020 zusätzliches Kapital benöti-

gen würde. In diesem Fall war der Private Debt-Fonds – der alleinige Kreditgeber eines erstrangig besicherten Darlehens – bereit, für eine bestimmte Zeit die Zinslast zu verringern und Anpassungen bei den Covenants vorzunehmen. Als Bedingung und eine Art Gegenleistung verpflichtete sich gleichzeitig der Eigentümer, ein europäischer Private Equity-Fonds, weiteres Eigenkapital zu investieren. Ein Teil wurde dabei direkt zur Verringerung der Schuldenlast auf ein tragfähigeres Niveau eingesetzt. Ein weiterer Teil soll der Firma als Liquiditätspuffer dienen. Gespräche über solche Restrukturierungen (Phase III) sind bei vielen weiteren Unternehmen aktuell im Gange oder konnten in den letzten Wochen und Monaten abgeschlossen werden.

		Aktivitäten / Diskussionen	Ziele / Anliegen
Q1 / Q2 2020	**Phase I – Liquiditätsanalyse (auf 3 Monate)**	▪ Proaktive Diskussionen mit den Kreditnehmern und den Gesellschaftern (Private Equity-Sponsoren) ▪ Liquiditätsprognosen von 13 Wochen	▪ Kurz- bis mittelfristige Liquiditätsanforderungen ermitteln ▪ Reduktion des „Cash Burn“ ▪ Liquiditätsmöglichkeiten (Banken, Garantien etc.)
	Phase II – Langfristigere Liquiditätsanalyse / -planung	▪ Analyse von längeren “Lockdown”-Szenarien ▪ Weitere Liquiditätsanforderungen ▪ Anpassung / Berichtigung gewisser Prozesse / Vertagung gewisser Investitionen etc.	▪ Umfassende Szenarioanalysen ▪ Sanierungspläne, inkl. der Notwendigkeit von möglichen Betriebsmittellinien bei der Wiederaufnahme von Geschäftsaktivitäten
Q2 2020 und darüber hinaus	**Phase III – Kurzfristige Restrukturierungen**	▪ Falls Liquidität notwendig wird – wer stellt diese zur Verfügung? ▪ Verhandlungen mit Anwälten / Beratern ▪ Repricing und / oder Anpassung der Covenants	▪ Bestmögliche Liquiditätsquellen erörtern ▪ Neues Risikoprofil analysieren und Handlungsoptionen definieren ▪ Anpassung der Kreditverträge / Kontrolle
	Phase IV – Langfristigere Adjustierung der Risikoposition	▪ Weiterhin intensives Monitoring, oft durch noch bessere Informationsrechte ▪ Ist die Risikoposition weiterhin angemessen / muss die Verschuldung verringert werden?	▪ Weitere Liquiditätsmaßnahmen, besonders bei einer anhaltend schwachen Entwicklung ▪ Reduktion des Risikoprofils durch Refinanzierungs- und / oder Exit-Pläne

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Arcmont Asset Management.

Position der Private Debt-Fonds

Restrukturierungen werden oft negativ assoziiert. Das vorausgegangene Beispiel zeigt jedoch, dass es in solchen unternehmerischen Krisensituationen letzten Endes um die Lösung konkreter Fragestellungen geht. Zum Beispiel darum, wer einen bestehenden Liquiditätsbedarf decken soll – springt der Gesellschafter oder gegebenenfalls ein Private Debt-Fonds ein? Oder aber darum, ob die Zinsen für eine bestimmte Periode gestundet, die Kapitalstruktur angepasst und damit die Verschuldung verringert und möglicherweise die Covenants damit ebenso abgeglichen werden können.

Dass solche Themen häufig kontrovers diskutiert werden, ist naheliegend. In diesem Zusammenhang ist aber zunächst vor allem ein Umstand hervorzuheben, der gerade in Krisensituationen von großer Bedeutung ist: (Senior) Private Debt-Fonds grenzen sich in der Art und Weise, wie auf Problemfälle reagiert wird, deutlich vom Markt für breit syndizierte Darlehen (sog. Leveraged Loans) ab. Im Segment der mittelständischen Unternehmensfinanzierungen, oft auch (Corporate) Direct Lending genannt, fokussiert sich Golding Capital Partners nur auf Investitionen in Fonds und Co-Investments, bei denen der Private Debt-Fonds typischerweise den alleinigen Kreditgeber stellt und damit den weitaus größten Teil des (erstrangigen) Fremdkapitals darstellt. Es geht hier also um den klaren Fokus auf die direkte, bilaterale Vergabe von erstrangig besicherten Darlehen an Unternehmen. In dieser Position haben die Fonds deutlich umfassendere Schutz- und Informationsrechte. Das beinhaltet zum einen den intensiveren Dialog mit den Unternehmen, was z. B. bei weiteren Wachstumsfinanzierungen relevant sein kann. Vor allem aber kommt dieser Position in finanziell schwierigeren Situationen eine besonders gewichtige Bedeutung zu. Denn es ist erheblich leichter, mit nur drei bis vier Parteien am „runden Tisch“ Lösungen zu finden als in einem Konsortium von 30 bis 40 oder noch mehr Parteien im Markt für Leveraged Loans oder hochverzinsliche

Anleihen (High Yield Bonds). In solchen Situationen ist es oft nahezu unmöglich, einen Überblick über die teils komplett unterschiedlichen Partikularinteressen der einzelnen Investoren zu bekommen. Das tragische Tauziehen um das deutsche Modeunternehmen Takko Fashion in diesem Jahr ist nur eines von vielen Beispielen, die das veranschaulichen.

Bessere Krisenresistenz von Private Debt-Fonds

In der aktuellen Krise sollte der strukturelle Aspekt mit einem alleinigen Kreditgeber schnellere, proaktivere Reaktionsmöglichkeiten gestatten. Folglich sollte dies zu einer besseren Krisenresistenz führen, die mit tieferen Ausfallraten und höheren Verwertungserlösen einhergeht. Nun ist aber der europäische Private Debt-Markt – gerade im Segment der erstrangig besicherten Darlehensvergabe (Senior Direct Lending) – noch relativ jung. Er hat de facto noch keine Leistungsbilanz über mehrere Kreditzyklen vorzuweisen. Dass die aktuelle Krise sich komplett anders präsentiert als die globale Finanzkrise 2008/2009, macht eine erste, quantitative Analyse zur möglichen Robustheit des Private Debt-Marktes noch anspruchsvoller.

Ein Blick auf den größeren und etablierteren Private Debt-Markt in Nordamerika liefert aber durchaus verlässliche Anhaltspunkte. Auf Basis der uns verfügbaren Datensätze im Zeitraum zwischen 2008-2010 mussten nordamerikanische Private Debt-Fonds im Segment der erstrangigen Darlehen realisierte Verlustraten von durchschnittlich 0,5 bis 1,5 Prozent hinnehmen. Auch wenn die Daten auf einer relativ geringen Anzahl an Transaktionen basieren, ist der Leistungsausweis deutlich besser als im US-amerikanischen Leveraged Loan-Markt. Ausfallraten erreichten damals Ende 2009 bei über 11 Prozent ihren Zenit. Bei Verwertungserlösen von 50 bis 70 Prozent ergab das durchschnittliche Ausfallraten von 3 bis 5,5 Prozent. Angesichts der Tatsache, dass nahezu 100 Prozent aller heutigen Leveraged Loans ohne Covenants strukturiert wurden (Covenant-Lite), ist in der aktuellen Krise leider mit noch höheren Verlustraten zu rechnen. Das noch stärkere Interesse von institutionellen Investoren am Private Debt-Markt, weg von traditionelleren festverzinslichen Instrumenten, ist vor diesem Hintergrund wenig überraschend.

Chancen für Private Debt-Fonds

Die Finanzkrise 2008/2009 wird oft als Sternstunde für den Private Debt-Markt gesehen, der auf dem strukturellen Rückzug traditioneller Finanzierungsformen basiert. Auch in der aktuellen Krise gehen wir davon aus, dass sich Banken noch stärker auf größere Firmenkunden und ihre Heimatmärkte fokussieren werden. Gut aufgestellte Private Debt-Fonds mit erfahrenen Teams und soliden institutionellen Rahmenbedingungen sollten auch in der aktuellen Krise wieder dort die Lücke schließen können, wo der Finanzierungsbedarf mittelständischer Unternehmen über Banken nicht gedeckt werden kann. Erste, jüngst abgeschlossene Transaktionen deuten dabei auf unverkennbar bessere risikoadjustierte Renditen hin – ein Resultat tieferer Verschuldungsgrade bei deutlich besseren Zinssätzen und Schutzrechten. Diese Finanzierungsaktivitäten sollten einen maßgeblichen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung mittelständischer Unternehmen leisten können.

Die Volatilität, die gerade in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres in den liquideren Märkten für Leveraged Loans und High Yield Bonds festzustellen war, legte in diesem Zusammenhang zudem die Schwäche von breit syndizierten Finanzierungen offen. Selbst größeren Unternehmen, die normalerweise von den kreditnehmerfreundlichen Konditionen in diesen Märkten profitieren können, blieb der Zugang zu solchen Finanzierungen verwehrt. Die Akquisitionsfinanzierung des deutschen Unternehmens Schülke im April dieses Jahres veranschaulicht das gut. Unter normalen Bedingungen wäre eine Firma mit dieser Größe und Qualität (ein führender Anbieter von Hygiene- und Infektionspräventionslösungen) im breit syndizierten Markt mit offenen Armen empfangen worden. Zu diesem Zeitpunkt war der Markt für Neuemissionen jedoch faktisch geschlossen. In solch volatilen, unsicheren Marktphasen werden die Vorteile des Private Debt-Marktes zudem noch offensichtlicher. Die Akquisition durch den Private Equity-Investor EQT wurde nämlich durch einen einzigen Private Debt-Fonds finanziert (HPS Investment Partners), der den weitaus größten Teil des Fremdkapitals darstellt und somit als alleiniger Kreditgeber auftritt. Erfahrene Private Equity-Häuser wie EQT sind mit verschiedenen Finanzierungsoptionen bestens vertraut. Vor allem wissen sie nur zu gut, wie komplex, langwierig und zeitintensiv sogenannte Syndizierungsprozesse sein können. Die Finanzierungslösung mit HPS kam zweifellos zu kreditgeberfreundlicheren Bedingungen zustande, inklusive höheren Zinssätzen und umfassenden Kreditsicherungsklauseln. In diesem Falle überwogen jedoch die Vorteile der Transaktionssicherheit. Während einer längeren Syndizierung hätte EQT nämlich sehr wahrscheinlich die Aktivierung sogenannter „Market Flex"-Klauseln hinnehmen müssen, was den syndizierenden Banken das Recht gibt, die Zinssätze zu erhöhen und andere Konditionen zugunsten der Kreditinvestoren zu verbessern.
Das Beispiel Schülke (Finanzierungsvolumen: €325 Millionen) veranschaulicht auch, dass Private Debt-Fonds zunehmend größere Transaktionen alleine oder in einem Konsortium von maximal zwei bis drei anderen Fonds darstellen können. Jüngere Beispiele wie LifeStance

Health in den USA, Ardonagh Group in Großbritannien oder der global tätige Finanzdienstleister Apex Group unterstützen diesen Trend zu teilweise milliardenschweren Private Debt-Transaktionen. Diese Kreditnehmer hätten vor einem Jahr mit großer Wahrscheinlichkeit den Leveraged Loan-Markt aufgesucht. Die Finanzierungslösung mit einem Private Debt-Fonds kommt nun mit der gewünschten Transaktionssicherheit, dafür aber mit deutlichen besseren Konditionen für den Kreditgeber. Das beinhaltet nicht nur ein besseres „Pricing" (mit Zinssätzen von 200-500 Basispunkten über dem im Leveraged Loan-Markt erzielbaren Renditen), sondern auch attraktivere Vorfälligkeitsentschädigungen und vor allem eine deutlich kreditgeberfreundlichere Dokumentation. Der letzte Punkt ist aus unserer Sicht einer der wichtigsten, weil er die Abgrenzung zum Leveraged Loan-Markt deutlich unterstreicht (Stichwort: Covenants).

Die stärkere Präsenz von Private Debt-Fonds ist also nicht nur im „klassischen" mittelständischen Segment zu beobachten. Etablierte Spieler mit erfahrenen Teams und dem notwendigen Kapital können selbst für größere Unternehmen eine geeignete Finanzierungsalternative bieten. Angesichts der anhaltenden Unsicherheit im Rahmen der COVID-19-Pandemie spielen solche zusätzlichen Alternativen eine wichtige Rolle für die angestrebte wirtschaftliche Erholung.

Kontakt:

Golding Capital Partners GmbH
Einsteinstraße 172
81677 München
www.goldingcapital.com

Abhik Das
Managing Director,
Head of Private Debt
Tel.: +49 89 419 997-252
das@goldingcapital.com

Private Credit Manager mit einer Dosis „gesunder Paranoia“ und Krisenerfahrung werden sich im Post-COVID-Abschwung behaupten

von Nicole Downer, Freya Field, beide MV Credit Partners LLP, und Lukas Neubauer, Natixis Investment Managers

- Die COVID19-Krise stieß einen Abschwung an und brachte Herausforderungen mit sich, die erfahrene Manager mittels strenger Investmentdisziplin, langjährig erprobten Partnerschaften mit Private Equity-Sponsoren und aktivem Monitoring bewältigen können.
- Hochgradig opportunistische Distressed Credit-Strategien erbringen unter Umständen nicht die gleichen stabilen und beständigen Renditen wie andere Kreditstrategien, etwa für nachrangige Schuldtitel.
- Erfahrene Manager mit Schwerpunkt auf nicht-notleidende Kredite werden auch in Zukunft überzeugende Transaktionen am Sekundär- und Primärmarkt auftun.
- Wir erwarten ein gläubigerfreundlicheres Umfeld, das mit attraktiven Renditen, ESG-Chancen und aussichtsreichen Gelegenheiten im Credit-Bereich aufwartet. Aus der globalen Finanzkrise gewonnene Erkenntnisse werden helfen, künftige Entwicklungen infolge des gegenwärtigen Abschwungs zu antizipieren.

Einleitung

Seit sich die COVID19-Epidemie zu einer Pandemie entwickelt hat und in aller Welt Maßnahmen ergriffen wurden, um ihre Auswirkungen einzudämmen, sind viele Nationen in eine Rezession gerutscht. In der Folge ist innerhalb und außerhalb der europäischen Grenzen mit einer größeren Zahl von Zahlungsausfällen und finanziellen Restrukturierungen zu rechnen. Vor diesem Hintergrund rücken die Herausforderungen, vor denen Private Credit Manager stehen, ins Zentrum der Aufmerksamkeit.

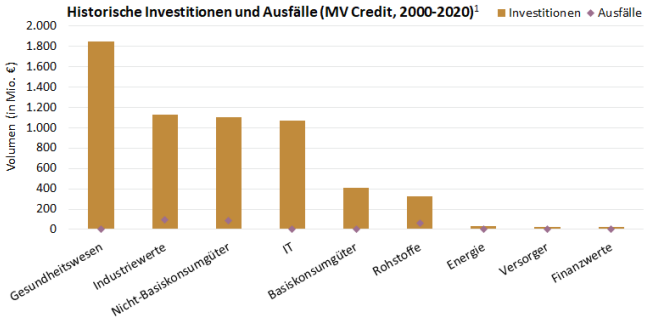
Der Bereich Private Credit hat sich seit der globalen Finanzkrise stark verändert – und sich von einem Spezialgebiet und Nische weiterentwickelt zu einem weit verbreiteten und wichtigeren Bestandteil diversifizierter Anlageportfolios. Dieses Wachstum ging einher mit umfangreicheren Kapitalzusagen für private Unternehmensfinanzierungen, einem höheren verwalteten Vermögen, mehr Gelegenheiten für direkte Kreditgeber und andere institutionelle Anleger aus dem Nicht-Bankensektor sowie mit der Etablierung neuer Produkte und Strategien, die noch keinem Abschwung standhalten mussten, wie beispielsweise „Unitranche“-Loans.

Auf der Basis unserer 20-jährigen Erfahrung werden wir erörtern, wie professionelle Investoren während des Abschwungs Chancen nutzen und Risiken mindern können. Wir werden darauf eingehen, welche Strategien aller Wahrscheinlichkeit nach attraktive risikobereinigte Renditen erwirtschaften und warum gerade jetzt ein besonders attraktiver Zeitpunkt für Anlagen in Privatfinanzierungen ist.

Wie Manager sich den Herausforderungen des Abschwungs stellen können

Investoren sollten stets ein Konzept der „gesunden Paranoia“ anwenden und sicherstellen, dass die Erschließung von Anlagechancen selektiv und umsichtig erfolgt.

Manche Branchen sind besser aufgestellt, um die unterschiedlichen Phasen des Kreditzyklus zu meistern. So sind das Gesundheitswesen und auf Abonnementdienstleistungen basierende Geschäftsmodelle für gewöhnlich robuster als stark konjunkturabhängige oder trendbezogene Branchen, darunter der Mode-Einzelhandel, Automobilsektor oder die Freizeit- und Reisebranche. Eine wichtige Lehre, die wir aus unserer Anlagetätigkeit während der globalen Finanzkrise gezogen haben, ist, Branchen wie Nicht-Basiskonsumgüter zu meiden. Diese sind stärker mit dem Konjunkturzyklus korreliert und können die hohe Fremdverschuldung, die mit Private Equity-Investments einhergeht, im Falle eines Abschwungs nicht aufrechterhalten. Des Weiteren haben unsere Erfahrungen mit Herstellern von Papier und Forsterzeugnissen gezeigt, dass Portfoliounternehmen mit einer starken Anfälligkeit für Preisschwankungen von Rohstoffen ein maßgebliches Risiko zur Underperformance mit sich bringen. Im Gegensatz dazu haben wir nie Verluste mit Unternehmen aus den Bereichen Gesundheitseinrichtungen & -leistungen, medizinische Geräte & Produkte und Software erfahren – die drei Branchen, in denen wir am stärksten investiert sind.



QUELLE: MV Credit, Stand: 30. Juni 2020, Investitionen umfassen MV Credit Senior- und Subordinated Debt-Vehikel

Zudem visieren wir Unternehmen an, die dem gehobenen Mittelstand angehören und für gewöhnlich ein geringeres Ausfallrisiko bergen als kleinere Unternehmen. Kleinere Unternehmen sind typischerweise eher lokal oder regional aufgestellt, womit ihre Einnahmeströme stärker von einer einzelnen Region oder einem einzelnen Produkt abhängen können. Breiter diversifizierte Einnahmequellen und eine größere Reichweite machen Darlehensnehmer dagegen weniger anfällig für externe Schocks (wie etwa die COVID19-Pandemie). Was folglich be-

deutet, dass sich ein Portfolio mit einem Fokus auf kleinere Darlehensnehmer, die sich typischerweise über „Unitranche“-Loans finanzieren, im Fall eines Abschwungs als weniger defensiv und robust erweist.

Besserer Schutz vor Verlusten

Wir sind davon überzeugt, dass Private Credit Manager zusätzlichen Schutz vor Abwärtsrisiken gewähren können, indem sie in Unternehmen investieren, die von starken Private Equity-Sponsoren finanziert werden:

- Mit einem geeigneten Private Equity-Partner an der Seite ist ein zuverlässiges Management der Portfoliounternehmen durch den Sponsor gesichert, v.a. in einem angespannten Umfeld
- Private Equity-Sponsoren sind für gewöhnlich imstande ein Management-Team zu stärken oder zu verändern, um die Herausforderungen, vor denen ein Unternehmen in schwierigen Zeiten steht, angemessen zu reflektieren. Bei Familienunternehmen ist diese Möglichkeit unseres Erachtens nicht gegeben, da Eigentümer und Management bisweilen ein und dieselbe Person oder deren Angehörige sind.
- Die Unterstützung eines Private Equity-Partners kann somit einen entscheidenden Beitrag zur Erholung eines sich unterdurchschnittlich entwickelnden Unternehmens leisten. Beispiele hierfür lieferte die globale Finanzkrise, im Zuge derer einige Sponsoren Hilfsmaßnahmen für Unternehmen mit schwacher Wertentwicklung einleiteten, wie etwa eine Zuführung von neuem Beteiligungskapital oder gar eine Umsetzung von Anleihenrückkäufen, um den Fremdkapitalanteil der Unternehmen zu verringern.

Monitoring und proaktives Management als Schlüsselelemente

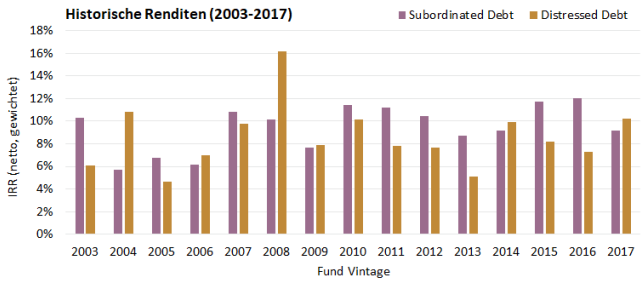
Nach unserer Erfahrung können Private Credit Manager mithilfe zuverlässiger Monitoring-Prozesse zumeist erkennen, wann sich ein Darlehensnehmer schwächer entwickelt, indem sie nach Frühwarnsignalen Ausschau halten. Sowohl die aktuelle als auch frühere Krisen haben gezeigt, dass ein zusätzliches, spezialisiertes und unparteiisches Credit Monitoring-Team unabdingbar ist, um Seite an Seite mit dem Deal Team jede Investition systematisch zu prüfen und kontinuierlich zu überwachen. So lässt sich sicherstellen, dass sich der Private Credit Manager mit in Schieflage geratenen Titeln frühzeitig proaktiv auseinandersetzt und entsprechende Entscheidungen treffen kann, was üblicherweise eine Einbeziehung des Private Equity-Sponsors erfordert. Beim Rückblick auf unser Portfolio während der globalen Finanzkrise zeigt sich, dass wir mehrfach in Kontakt mit Geldgebern von Unternehmen traten, die sich nachfolgend schwächer entwickelten; dadurch waren wir imstande, die Verluste auf risikobereinigter Basis zu minimieren, da wir frühzeitig aktiv wurden.

Timing ist nur eine der Tücken von Distressed Credit im Zuge des Abschwungs

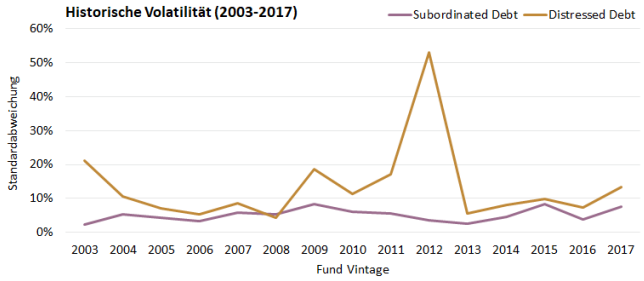
Auf der Suche nach attraktiven Gelegenheiten, den Zeitpunkt des Abschwungs im Zyklus richtig zu timen, greifen die Anleger unter Umständen auf opportunistische Strategien, etwa für notleidende Kredite (Distressed Credit), zurück. Wir sind dagegen der Meinung, dass die Kreditvergabe an angeschlagene Unternehmen ihre Grenzen hat.

Abgesehen von den erheblichen Bedenken in Bezug auf die ESG-Thematik (Umwelt, Soziales und Governance) bei der Anlagestrategie von Distressed Credit Managern, die sich eher als konfrontativ und nicht als kollaborativ gegenüber den Interessengruppen beschreiben lässt und Darlehensnehmer in Stressphasen möglicherweise vor zusätzliche Herausforderungen stellt, wirken sich womöglich noch andere Faktoren negativ auf die Wertentwicklung aus. So schränkten Private Equity-Sponsoren ihre Mittel für Distressed Credit-Fonds im Anschluss an den letzten Abschwung ein, was das verfügbare Chancenspektrum für diese Fonds begrenzen könnte, selbst im Falle eines Abschwungs[2]. Distressed Credit-Fonds tendieren möglicherweise dazu in stärker konjunkturabhängige Branchen zu investieren, darunter Gastgewerbe, Einzelhandel und Automobil, die durch den gegenwärtigen Abschwung belastet werden. Jedoch sind wir überzeugt, dass der Abschwung und die COVID19-Krise die Geschäftsmodelle in diesen Branchen drastisch verändern wird, wahrscheinlich langfristig. Entsprechend lassen sich Investments in angeschlagene Unternehmen nicht länger auf vergleichbarer- und risikobereinigter Basis mit traditionellen Strategien für Privatfinanzierungen messen.

Nicht zuletzt schnitten Subordinated Debt-Fonds in 60 Prozent der Berichtsperioden zwischen 2003 und 2017 besser ab und ihre Renditen unterlagen einer geringeren Volatilität als jene von Distressed Credit-Fonds. Zwar lässt sich nicht bestreiten, dass notleidende Kredite im Jahr 2008 höhere Renditen abwarfen und geringeren Schwankungen unterlagen (obschon sie 2007 und 2009 volatiler und 2007 renditeschwächer waren). Gleichwohl ist Distressed Credit eine hochgradig opportunistische Anlagegattung, die in der Regel mit geringeren risikobereinigten Renditen im Vergleich zu nachrangigen Schuldtiteln einhergeht – abgesehen von wenigen Einstiegszeitpunkten. Ob es gelingt, diese Einstiegszeitpunkte korrekt abzupassen, entscheidet über die Attraktivität einer Anlage in notleidende Kredite, wobei wir es für unmöglich halten, dass ein Private Credit Manager imstande ist, den Zyklus derart zu timen.



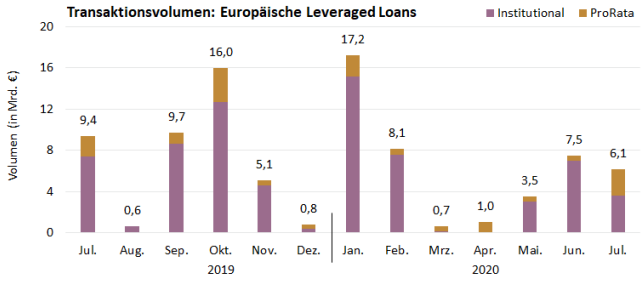
QUELLE: Preqin, Stand: 31. Juli 2020, Subordinated Debt-Universum beinhaltet Global Mezzanine-Fonds, Historische Performance-Daten der Jahrgänge 2018-2019 waren zum 31. Juli 2020 nicht verfügbar.



QUELLE: Preqin, Stand: 31. Juli 2020, Subordinated Debt-Universum beinhaltet Global Mezzanine-Fonds, Historische Volatilität basierend auf Netto-IRR, Daten der Jahrgänge 2018-2019 waren zum 31. Juli 2020 nicht verfügbar.

Erschließung attraktiver Gelegenheiten in Zeiten des Abschwungs

Investoren müssen in Zeiten des Konjunktureinbruchs nicht auf Distressed Credit-Strategien zurückgreifen, um attraktive Anlagechancen im Bereich Unternehmensfinanzierung zu finden. Es stimmt zwar, dass sowohl die Emissionen als auch die Volumina zu Beginn eines Abschwungs zunächst abnehmen und die M&A-Aktivitäten in der ungewissen Anfangsphase verhalten sind. Nichtsdestotrotz kann ein guter Private Credit Manager bestehende Beziehungen einsetzen, um eigene Anlagechancen zu gestalten. In Zeiten turbulenter Märkte (einschließlich der COVID19-Krise) haben wir während der letzten 20 Jahre oftmals sehr attraktive Transaktionen strukturiert und umgesetzt, sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt.



QUELLE: LCD, S&P Global Market Intelligence, Stand: 28. Juli 2020

Wir nutzen die Abschläge am Sekundärmarkt…

Der durchschnittliche Ankaufskurs von Leveraged Loans im ELLI Index begab sich im 1. Quartal 2020 auf Sturzflug, bevor er sich wieder ein wenig erholte[3]. Dennoch waren wir in der Lage, eine Reihe qualitativ hochwertiger Anlagen mit attraktiven Renditen am Sekundärmarkt zu tätigen. Erfahrene Manager mit einer fokussierten Credit-Datenbank sind in dieser Hinsicht besonders gut aufgestellt, da sie die Entwicklung einiger Unternehmen bereits seit vielen Jahren verfolgen. Unser Fondsvehikel mit Schwerpunkt auf Senior Loans hält beispielsweise vorrangig besicherte Vermögenswerte sechs namhafter High Conviction-Unternehmen, die mit Abschlägen am Sekundärmarkt erworben wurden[4].

…und setzen unser Vitamin B am Primärmarkt ein

Private Credit Manager, die über viele Jahre einen Ruf als zuverlässige und konstruktive Partner in der Strukturierung von Krediten aufgebaut haben, sind nach wie vor imstande, attraktive Anlagechancen am Primärmarkt aufzutun. Darüber hinaus ist ein gutes Verhältnis zu Private-Equity-Sponsoren maßgeblich. Beispiele einiger Gelegenheiten, die sich seit dem 2. Quartal 2020 ergeben haben, sind u.a. Restrukturierungen fehlgeschlagener Syndizierungen, die infolge der COVID19-Krise nicht vorgenommen wurden, oder Nachfinanzierungen zur Unterstützung potenzieller Expansionen oder teilweiser Dividendenrekapitalisierungen. Kürzlich hatten wir die Gelegenheit, eine maßgeschneiderte Finanzierungslösung bereitzustellen, um die Refinanzierung eines gehobenen mittelständischen Anbieters Abonnement-basierter Dienstleistungen zu unterstützen. Seit März 2020 haben wir fünf neue Portfoliounternehmen am Primärmarkt erschlossen, die attraktive Renditen erbringen, stabilen Branchen angehören und von renommierten Private Equity-Investoren finanziert werden[5].

Der Neustart im Kreditzyklus bringt attraktive Chancen

Sobald der Abschwung vorüber ist, tritt der Kreditzyklus in eine Phase der Erholung ein. Jedoch nahm die Nachfrage nach neuen Finanzierungsmöglichkeiten unter Private Credit Managern im Anschluss an die letzte globale Finanzkrise nur zögerlich zu und bei MV Credit rechnen wir infolge des gegenwärtigen Abschwungs mit einem ähnlichen Trend.

Erkenntnisse aus der letzten Krise zeigten, dass solch ein wirtschaftlicher Rahmen einen durchaus günstigen Zeitraum für Anleger darstellt um attraktive Renditen zu erwirtschaften. So erzielten Private Corporate Debt-Anleger in den Jahrgängen 2007 und 2008 vergleichsweise hohe Renditen und wir gehen davon aus, dass Fonds der Vintages 2020 und 2021 in einem gleichermaßen freundlichen Umfeld ähnlich renditestark sein werden.

Mehr Spielraum für Kreditgeber und die Integration von ESG-Aspekten

Obschon ein Abschwung mit Herausforderungen für Private Credit Manager einhergeht, können neue Investitionen erwartungsgemäß zu höheren Renditen, zu günstigeren Konditionen für die Kreditgeber und in Schuldtitel getätigt werden, die sich in einem „Post-COVID19“-Wirtschaftsumfeld als widerstandskräftig erweisen sollten. Die Renditen sind in unmittelbarer Folge der Pandemie bereits gestiegen und werden unserer Einschätzung nach auch mittelfristig auf höherem Niveau bleiben. Aus unserer Erfahrung werden zunächst die solidesten Schuldtitel auf den Markt kommen, wenn die Talsohle durchschritten ist. Portfolios, die in zyklische Branchen investieren, werden um gute Anlagemöglichkeiten ringen und Unternehmen in zyklischeren Branchen werden Schwierigkeiten haben, Finanzierungsquellen aufzutun.

Starke und erfahrene Manager werden imstande sein, ihre Stellung bei der Kapitalanlage zu verbessern und zusätzliche Informations- und andere Dokumentationsrechte (z. B. zur Reduzierung von Cash-Abflüssen) zu erhalten. Die vollumfängliche Integration der Aspekte von Umwelt, Sozialem und Unternehmensführung (ESG) sehen wir als Schlüssel um auch in folgenden Phasen des Konjunkturzyklus positive Renditen erwirtschaften zu können. Darlehensnehmer, die in Sachen ESG sichtlich hinterherhinken und keine nachhaltigen Geschäftsmodelle haben, stellen ein Risiko dar. Wir sind davon überzeugt, dass Private Credit Manager das gläubigerfreundlichere Umfeld in der Post-COVID19-Zeit nutzen können, um ESG-Aspekte bei den Portfoliounternehmen noch stärker zu formalisieren.

Schlussfolgerung

Unseres Erachtens ist dies ein besonders günstiger Zeitpunkt, um Anlagen im Bereich Private Credit zu tätigen und sich attraktive risikobereinigte Renditen zu sichern. Die besten Manager können auf umfassende Anlageerfahrung über diverse Kreditzyklen zurückgreifen – in dem Bemühen, robuste Portfolios aufzubauen und diese proaktiv zu verwalten.

Kontakt:

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

Nicole Downer
Managing Partner and Head of Investor Relations
Tel.: +44 20 3961 8827
NDowner@mvcredit.com

Freya Field
Analyst
Tel.: +44 20 3961 8833
FField@mvcredit.com

Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland
Im Trutz Frankfurt 55
60322 Frankfurt am Main, Deutschland
Handelsregisternummer: HRB 88541
www.im.natixis.com

Lukas Neubauer
Kundenbetreuung DACH
Natixis Investment Managers
Tel.: +49 89 3090 80720
lukas.neubauer@natixis.com

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

Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland
Handelsregisternummer: HRB 88541
Im Trutz Frankfurt 55, Frankfurt am Main 60322, Deutschland
www.im.natixis.com

Disclaimer:
Dieser Artikel richtet sich ausschließlich an professionelle oder semiprofessionelle Investoren und ist nicht zur Weitergabe an Privatanleger bestimmt. Alle Rechte vorbehalten. Dieser Artikel dient ausschließlich Informationszwecken. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasserin wieder. Die Verfasserin oder deren Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalts. Vervielfältigungen, Weitergaben oder Veränderungen dieser Veröffentlichung oder deren Inhalts bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis von MV Credit Partners LLP und Natixis Investment Managers. • In Deutschland und Österreich: Dieses Dokument wird von Natixis Investment Managers S.A. oder der Zweigniederlassung Deutschland bereitgestellt. Natixis Investment Managers S.A. ist eine Luxemburger Verwaltungsgesellschaft, die von der Commission de Surveillance du Secteur Financier zugelassen wurde und die nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg gegründet wurde und unter Registernummer B 115843 registriert ist. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers S.A. ist 2 rue Jean Monnet, L-2180 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg. Eingetragener Sitz von Natixis Investment Managers S.A., Zweigniederlassung Deutschland (Handelsregisternummer: HRB 88541) ist: Im Trutz Frankfurt 55, Westend Carrée, 7. Etage, Frankfurt am Main 60322, Deutschland. • In der Schweiz: Dieses Dokument wird von Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genf, Schweiz, oder dessen Repräsentanz in Zürich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich, ausschliesslich zu Informationszwecken herausgegeben. • Die oben erwähnte Gesellschaft ist eine Geschäftsentwicklungseinheit von Natixis Investment Managers, einer Holdinggesellschaft mit einem breit gefächerten Angebot spezialisierter Vermögensverwaltungseinheiten und Distributionsgesellschaften weltweit. Die Vermögensverwaltungstochtergesellschaften der Natixis Investment Managers führen regulierte Tätigkeiten nur in und von Jurisdiktionen aus/durch, in denen sie hierzu lizenziert oder autorisiert sind. Ihre Dienstleistungen und die Produkte, die sie verwalten, sind nicht allen Investoren in allen Jurisdiktionen zugänglich. • Obwohl Natixis Investment Managers die in diesem Artikel bereitgestellten Informationen, einschließlich der Informationen aus Drittquellen, für vertrauenswürdig hält, kann die Richtigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit dieser Informationen nicht garantiert werden.
Die Bereitstellung dieses Artikels und/oder Bezugnahmen auf bestimmte Wertpapiere, Sektoren oder Märkte in diesem Artikel stellen keine Anlageberatung oder eine Anlageempfehlung oder ein Angebot, Wertpapiere zu erwerben oder zu veräußern, oder ein Angebot von Dienstleistungen dar. Investoren sollten Anlageziele, Risiken und Kosten einer jeden Investition zuvor sorgfältig prüfen. Die Analysen, Meinungen und bestimmte Anlagethemen und Verfahren, auf die in diesem Dokument verwiesen wird, geben die Ansichten des Portfoliomanagers zum angegebenen Datum wieder. Sowohl diese als auch die dargestellten Portfoliobestände und Portfolioeigenschaften unterliegen einer stetigen Veränderung. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass Entwicklungen in der Form eintreten, wie sie in diesem Dokument gegebenenfalls prognostiziert wurden.

[1] Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung. Die gezeigten Sektoren sind jene, in welchen MV Credit-Fonds investiert sind und die Klassifizierung wurde von MV Credit definiert. Ausfälle beziehen sich auf MV Credit-Fonds und sind als realisierte Investitionen definiert, die einen TVPI von weniger als 1x erreichten, berechnet als ausgeschüttete Summe minus investierte Summe.

[2] QUELLE: MV Credit, https://uk.reuters.com/article/sponsors-restrict-loan-sales-in-private-idUKL8N29E35W, aufgerufen am 31. Juli 2020.

[3] QUELLE: LCD, S&P Global Market Intelligence, S&P European Leveraged Loan Index, Stand: 28. Juli 2020.

[4,5] QUELLE: MV Credit proprietäre Daten, Stand: 31. Juli 2020.

[6] Vergangene Wertentwicklung ist kein Indikator oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

von Romina Smith, Nuveen

Highlights

- Privatkredite können institutionellen Anlegern helfen, die heutigen Herausforderungen bei der Geldanlage zu bewältigen, indem sie u.a. Erträge erwirtschaften sowie eine niedrige Volatilität bei gleichzeitig gering korrelierten Renditen bieten. Doch es kann durchaus anspruchsvoll sein, Allokationsentscheidungen zu treffen.
- Wir ziehen Allokationen in qualitativ hochwertiges US-Senior Debt vor, besonders in den Bereichen Gesundheitswesen, B2B-Dienstleistungen und Softwareunternehmen.
- Mezzanine-Finanzierungen können Wertsteigerungschancen und hohe Renditeaufschläge in einem Umfeld bieten, in dem der Markt eventuell einen Tiefpunkt erreicht hat. Daher empfehlen wir, entsprechende Mittel für solche Gelegenheiten bereitzuhalten.

Privatkredite stellen seit jeher eine attraktive Form der Geldanlage dar.

Die bislang stabile Wertentwicklung dieser Anlageklasse sowie eine ständig gewachsene Expertise in der Branche haben dazu geführt, dass immer mehr Kapital in dieses Segment geflossen ist.

Die verstärkte Bankenregulierung sowie -konsolidierung hat die Banken daran gehindert, Leveraged Loans zu vergeben. Diese dadurch entstandene Lücke konnte durch private Kreditverwalter, Finanzunternehmen und Vermögensverwaltungsgesellschaften geschlossen werden. Eine wachsende Nachfrage seitens der Emittenten von Privatkrediten sowie das Interesse von Investoren hat das Fundraising der Manager beschleunigt. Kleinere Firmen werden von Managern mit mehr Erfahrung und Erfolg geradezu vom Markt verdrängt.

Der US-Markt für Privatkredite dürfte angesichts des starken Wettbewerbs und der hohen Bewertungen wie überfüllt erscheinen. Doch die neuen Chancen, die in den letzten zehn Jahren entstanden sind, haben die durch den Rückzug der Banken frei gewordenen Kapazitäten nicht annähernd abgedeckt. Während sich die Mittelbeschaffung für Privatkredite seit 2015 robust zeigt, kommen auf jeden Dollar an Privatkrediten vier Dollar nicht investiertes Kapital. Dieser Umstand hat zu einem Anstieg der Bewertungen geführt.

Der US-Markt für Privatkredite ist reifer als der europäische Markt und würde als drittgrößte Volkswirtschaft gelten, wenn es sich um ein Land handeln würde. US-Manager mit skalierten Origination-Plattformen und einer überzeugenden Erfolgsbilanz dürften sich diesen größeren Markt zunutze machen, so dass sie bei der Aufnahme von Transaktionen in ihre Portfolios sehr selektiv vorgehen können.

Im heutigen Umfeld sehen wir Möglichkeiten für Investitionen in Privatkredite. Bei der Entscheidung, wie diese Investitionen in eine bestehende Asset-Allokation-Strategie integriert werden können, berücksichtigen wir eine Vielzahl von Anlagefaktoren.

Lösungen für die Herausforderungen, vor denen Investoren heute stehen

Im derzeitigen Umfeld, das von niedrigen Zinsen und späteren Zyklus geprägt ist, gestaltet es sich schwierig für institutionelle Anleger, Renditen zu erzielen, Wachstum zu fördern und Verbindlichkeiten zu decken. Wir sind überzeugt, dass Privatkredite sowohl eine wirksame alternative Ertragsquelle als auch eine echte Diversifizierung darstellen.

1. Zugang zu alternativen Quellen höherer und stabiler Erträge

Mittelstandskredite — die ein Kreditrisiko aufweisen, das mit breit syndizierten Leveraged Loans und hochverzinslichen Anleihen vergleichbar ist — haben in der Vergangenheit die Portfoliorendite gesteigert, was zum Teil auf die Illiquiditätsprämie und andere Faktoren zurückzuführen ist. Die Illiquiditätsprämie für Mittelstandskredite liegt derzeit knapp unter dem langfristigen Durchschnitt von 1,8%, bleibt aber mit 1,0% nach wie vor attraktiv (siehe Abbildung 1).

Obwohl die Illiquiditätsprämie im Vergleich zum historischen Durchschnitt komprimiert ist, haben sich die Spreads bei Mittelstandskrediten im vergangenen Jahr ausgeweitet, was zu einer leichten Verbesserung der Bewertungen geführt hat. Auf kurze Sicht halten wir es für wahrscheinlich, dass die Illiquiditätsprämie angesichts günstiger finanzieller Bedingungen und der erheblicher für Kapitalanlagen zur Verfügung stehender Mittel stabil und innerhalb einer gewissen Bandbreite bleiben wird.

Wir sind davon überzeugt, dass die Illiquiditäts-prämie in einem von niedrigen Zinssätzen und engen Spreads geprägten Umfeld die Renditen wirksam steigert.

Investitionen in erstrangige Privatkredite können ein wirksames Mittel sein, um diversifiziertes Wachstum im heutigen Marktumfeld zu erzielen.

Quelle: LCD/S&P Global, 1. Jun 2010 bis 31. Dez 2019. **Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für die Zukunft. Repräsentative Indizes: Breit syndizierte Kredite und Kredite an mittelständische Unternehmen:** S&P/LSTA Leveraged Loan Index. Mittelstandskredite sind Kredite an Unternehmen mit einem EBITDA von maximal $50 Mio. gemäß dem S&P/LSTA Leveraged Loan Index. Es ist nicht möglich, in einen Index zu investieren.

Abbildung 1: Die Illiquiditätsprämie beträgt seit der Finanzkrise durchschnittlich 1,8%

2. Diversifizierte Wachstumsmöglichkeiten finden

Unserer Ansicht nach bieten private Märkte eine attraktive Option zur Generierung von Portfoliowachstum durch individuell strukturierte Anlagen. Dank umfangreicher Anpassungsmöglichkeiten und einer dieser Anlageklasse inhärenten verhandelten Kreditvergabe haben Anleger Zugang zu idiosynkratischen Risiken sowie zum Potenzial der Alpha-Generierung.

In späteren Phasen des Wirtschafts- und Kreditzyklus sind wir der Auffassung, dass verstärkte Investitionen in eine von Privatkrediten geprägte Kapitalstruktur unter Verwendung von vorrangigen Krediten ein besonders wirksames Mittel sind, um diversifiziertes Wachstum zu erzielen. Die variable Verzinsung bei vorrangigen Privatkrediten ermöglicht es dem Anleger, das Kreditrisiko vom Laufzeitrisiko zu unterscheiden (Abbildung 2).

Darüber hinaus haben Anlagen in vorrangige Privatkredite aufgrund ihrer variablen Zinsstruktur eine relativ hohe kurzfristige Korrelation mit der Inflation aufgezeigt, was zu einer Inflationsabsicherung führt, die in der Regel bei festverzinslichen Engagements nicht vorkommt. Im Falle einer Zinserhöhung, und vor dem Hintergrund eines sich möglicherweise verbessernden wirtschaftlichen Umfelds wären Anleger gut beraten, Mezzanine-Kapital (typischerweise ein festverzinsliches Instrument) als Teil einer Zinsabsicherung in ihre Gesamtallokation aufzunehmen.

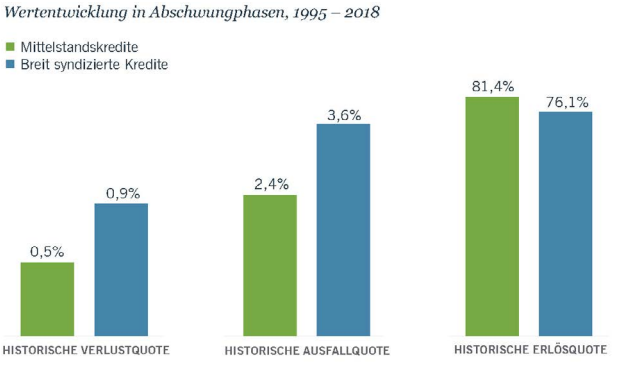
	RISIKOART		
Assetklasse	Laufzeitrisiko	Credit-Spread-Risiko	Liquiditätsrisiko
Breiter Rentenmarkt	höher	niedriger	niedriger
Öffentliche, hochverzinsliche Unternehmensanleihen	moderat	höher	moderat
Öffentliche Darlehen	niedriger	höher	moderat
Erstrangige Privatkredite	niedriger	höher	höher

Quelle: Nuveen

Abbildung 2: Risikoarten hängen von der Anlageklasse ab

3. Stabile Erträge generieren, um langfristige Ziele zu realisieren

Mittelstandskredite sind in der Regel konservativer strukturiert, mit niedrigeren Verschuldungsquoten, höherer Zinsdeckung und einer strengeren vertraglichen Gestaltung als breit syndizierte Kredite.
Vor allem aber sind private Kreditforderungen illiquide und werden nicht gehandelt. So unterscheiden sie sich positiv von größeren, liquiden, börsengehandelten (aber volatileren) Vermögenswerten, die mit Marktbewegungen korreliert sind. Die Renditen von Mittelstandskrediten sind daher über mehrere Wirtschaftszyklen hinweg stabiler gewesen (siehe Abbildung 3).



Quelle: S&P LCD, S&P Credit Pro, 1. Jan 1995 bis 31. Dez 2018. **Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für die Zukunft. Repräsentative Indizes: breit syndizierte Kredite und Kredite an mittelständische Unternehmen:** S&P/LSTA Leveraged Loan Index. Mittelstandskredite sind Kredite an Unternehmen mit einem EBITDA von maximal $50 Mio. gemäß dem S&P/LSTA Leveraged Loan Index. Es ist nicht möglich, in einen Index zu investieren.

Abbildung 3: Mittelstandskredite sind in der Regel konservativer strukturiert

Mittelstandskredite haben über die Marktzyklen hinweg stabile Renditen geboten, da Anleger bestrebt sind, ein breiteres Portfolio auszugleichen.

Allokationen im Segment Private Credit

Privatkredite können in allen Arten von Portfolios eine wichtige Rolle spielen, um verschiedene Risiken zu managen und bestimmte Ziele zu erreichen. Für Anleger kommt es in erster Linie darauf an, die Risiko- und Renditetreiber im Vergleich zu anderen Portfolio-Engagements zu verstehen.

Änderungen an der Asset-Allokation können asymmetrisch sein

Es ist einfacher, Kapital aus Nicht-börsengehandelten Anlagen umzuschichten oder nicht zugeteiltes Kapital zu verwenden, als es aus illiquiden Privatkrediten abzuziehen. Sobald Kapital einmal in Privatkredite investiert ist, kann es in der Regel nicht mehr desinvestiert werden, so dass Allokationen in diese Anlageklasse langfristig angelegt sein sollten. Nicht-börsengehandelte Vermögenswerte eignen sich schlecht für kurzfristige taktische Allokationen.

Bei der Zusammenarbeit mit Anlegern, um konkrete Allokationen für Privatkredite zu erwägen, prüfen wir, ob eine angemessene Vergütung für die niedrigere Liquidität gegeben ist, indem wir u.a. folgende Faktoren berücksichtigen:

- Wie lange ist der Anlagehorizont?
- Können andere Einkommensquellen den unmittelbaren Bedarf decken?
- Wie sehen das Niveau und die Schwankungsbreite der anderen Einkommensquellen aus?

Erwägungen im heutigen Anlageumfeld

Statt einer Flucht aus risikobehafteten Anlagen sind wir der Meinung, dass Investitionen in Privatkredite eine Flucht in die Qualität darstellen. Ein Erstzugriff auf die Vermögenswerte und Cashflows des Kreditnehmers zu haben und in der Kapitalstruktur erstrangig zu sein, entspricht gerade dem Puffer, den Anleger im Falle eines Abschwungs suchen sollten.

Historische Daten zeigen, dass Mittelstandskredite geringere Ausfälle, geringere Verluste und höhere Rückflüsse aufweisen als ihre breit syndizierten Pendants. Das liegt daran, dass die Gläubiger dieser Darlehen eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen, deren Interessen mit denen der privaten Eigenkapitalgeber abgestimmt sind, um den Unternehmenswert zu maximieren.

Wie bei der Generierung von Alpha hängt die Maximierung der Rückflüsse davon ab, dass erfahrene Manager das Kreditrisiko angemessen steuern. In einem Abschwung erkennen die Top-Kreditgeber, dass die Chancen auf höhere Rückflüsse und geringere Verluste durch das Vermeiden zyklischer Kreditnehmer und die Auswahl defensiver Sektoren erheblich steigen.

Wir sind der Meinung, dass Investitionen in Privatkredite eine Flucht in die Qualität darstellen.

Aktuelle attraktive Möglichkeiten im Private Credit Bereich

Wir legen den Schwerpunkt auf Investitionen in direkt gewährte, vorrangig besicherte Darlehen an klassische US-Mittelständler (USD 10 bis 50 Mio. EBITDA), die mit Private Equity-Kapital abgesichert sind und unserer Meinung nach attraktive Risk/Return-Chancen für Investoren bieten.

Unserer Ansicht nach ist es unerlässlich, äußerst selektiv zu bleiben und sich auf den Aufbau diversifizierter Kreditportfolios mit 1% bis 2% Positionsgrößen, konservativen Verschuldungsquoten, signifikanten Eigenkapitalbeiträgen der Sponsoren und mindestens einem Financial Covenant pro Transaktion zu konzentrieren.

Wir streben vor allem nach qualitativ hochwertigen Erträgen. In der späten Phase des Zyklus werden die Eigentümer dieser Unternehmen immer aggressiver, was die Finanzierungsbedingungen betrifft.

Wir wollen sicherstellen, dass die Kredite auf der Grundlage des tatsächlichen Cashflows vergeben werden, und das Gefühl haben, dass das Unternehmen in einem Abschwung gedeihen kann.

Angesichts des insgesamt verlangsamten Wachstums suchen wir auch nach dienstleistungsorientierten Portfolios und Geschäftsmodellen, die eher serviceorientiert als produktorientiert sind.

Spezialfinanzierungen — wie z.B. Leasing von Ausrüstung oder Flugzeugen und Lizenzgebühren für Musik — sind weniger von breit angelegten Wirtschaftstrends abhängig und bieten größere Möglichkeiten für idiosynkratische Erträge und echte Diversifizierung. Entscheidend ist jedoch die Zusammenarbeit mit dem richtigen Manager, um die passende Gelegenheit aufgrund der potenziell hohen Streuung auszuwählen. Die Toleranz gegenüber der Illiquidität des Portfolios sollte sorgfältig geprüft werden.

Balance aus erstrangigen Darlehen und Mezzanine-Kapital

Wo finden wir heute wertschöpfende Opportunitäten?

Wir bevorzugen:	Grundprinzipien:
• Gesundheitswesen, B2B-Dienstleistungen, Software, US-orientierte Industrien	• Starke EBITDA-Margen • Vertraglich geregelte Einnahmequellen • Bessere Wertentwicklung während der Finanzkrise • Hebelbare Cashflows und die Kapazität eines Kreditnehmers, Schulden durch Cashflows abzubauen
Wir meiden:	
• Automobil-, Einzelhandels-, Energie- und Spezialfinanzierungen (Glücksspiel- und Luftfahrtindustrie) sowie Unternehmen, die an gehobene Verbraucher gebunden sind	

Im heutigen Umfeld favorisieren wir vorrangig besicherte Kredite. Sie können in der Spätphase weniger attraktiv erscheinen, bieten aber einige Merkmale (angesichts ihrer Stellung in der Kapitalstruktur), die Investitionen in notleidende Kredite ermöglichen können, sobald es zu der unvermeidlichen Konjunkturabschwächung kommt.

Im Gegensatz dazu bevorzugen wir grundsätzlich Mezzanine-Kapital in frühen Expansionsphasen. Private-Equity-Firmen, die im unteren Bereich des Mittelstands investieren, setzen Mezzanine-Finanzierungen häufig ein, um geduldiges Kapital neben erstrangigen Schuldtranchen bereitzustellen, insbesondere für zyklische Kreditnehmer.

Auf die Zusammenarbeit mit dem richtigen Manager kommt es an

Die Strukturierung eines privaten Kreditgeschäfts erfordert mehr als nur Private Equity. Die Kreditvergabe ist ein wichtiger Bestandteil des Investitionsprozesses, und die meisten Manager haben eine Kreditvergabefunktion, die wiederum eine aktive Strategie beinhaltet.

Insgesamt hängen die Kompetenzen eines Managers von mehreren Schlüsselfaktoren ab:

- Die Nutzung von Beziehungen im Kreditvergabeprozess.
- Über einen vollständigen Marktzyklus hinweg investieren.
- Wissen, wie sich Branchen in verschiedenen Konjunkturumfeldern entwickelt haben und wie man darauf reagiert.
- Hebelpunkte in der Kapitalstruktur in Bezug auf die Covenants zuerkennen.
- Verstehen, wie Unternehmen in guten Zeiten wachsen und wie sie sich in schlechten Zeiten behaupten können.
- Anwendung eines disziplinierten Underwriting-Prozesses, der rechtzeitige und verlässliche Finanzierungsentscheidungen ermöglicht.

Financial Covenants bieten Absicherung

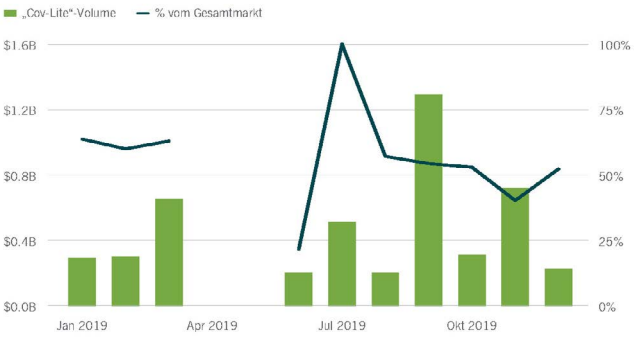
Financial Covenants sind entscheidende Bestandteile der Kreditunterlagen in der Finanzierung von mittelständischen Unternehmen. Diese Leitplanken geben allen Parteien einen Anstoß zur Überprüfung der finanziellen Leistungsfähigkeit und ermöglichen frühzeitig durchdachte, konstruktive Lösungen.

Es geht nicht um die Quantität der Covenants, sondern um die Qualität. In diesem Zusammenhang sind die Bausteine dieser Klauseln von besonders großer Bedeutung, speziell Hinzurechnungen und Anpassungen zum EBITDA sowie Prüfungen der Kreditaufnahme.

Erfahrene Kreditgeber mit einer Erfolgsbilanz bei der Prüfung von Tausenden von Transaktionen über mehrere Zyklen hinweg verstehen es, diese Bedingungen zu analysieren und Konditionen zu vermeiden, die die Rückflüsse verringern und die Erträge schmälern.

Angetrieben von der Suche nach Rendite und verstärktem Wettbewerb hat der Mittelstandsmarkt einen ähnlichen Trend wie der allgemeine Kreditmarkt erlebt, der von einer schwächeren Covenant-Qualität geprägt ist. Tendenziell haben direkte Kreditgeber allerdings mehr Kontrolle über die Covenants, da sie in den meisten Fällen der einzige Kreditgeber sind.

"Covenant-Lite"-Volumen auf dem Mittelstandsmarkt



Quelle: LCD, ein Angebot von Global Market Intelligence, 1. Jan 2019 bis 31. Dez 2019. Die Daten beziehen sich auf Darlehen in Höhe von bis zu $350 Mio.

Abbildung 5: „Cov-Lite"-Transaktionen betrugen in den letzten 12 Monaten durchschnittlich 50 % des Gesamtvolumens

Eine attraktive Anlageklasse kombiniert mit dem richtigen aktiven Manager

Wir halten Privatkredite für eine extrem widerstandsfähige Anlageklasse, die ein fester Bestandteil des Portfolios eines jeden institutionellen Investors sein könnte.

Investitionen in Privatkredite können dazu beitragen, die wachsende Nachfrage von Investoren nach Ertrag, Rendite und Diversifizierung zu decken.

- Mittelstandskredite können die Portfoliorendite steigern, was zum Teil auf die Illiquiditätsprämie zurückzuführen ist.
- Ein hohes Maß an Individualisierung ermöglicht es Anlegern, auf idiosynkratische Risiken und das Potenzial zur Alpha-Generierung zuzugreifen.
- Die Renditen von Mittelstandskrediten haben sich schon über mehrere Wirtschaftszyklen hinweg als weniger volatil erwiesen.

Doch wegen der Komplexität der Finanzierungsstruktur und der großen Vielfalt an idiosynkratischen Faktoren, die bei verschiedenen Transaktionen auftreten, ist die Wahl des richtigen Partners von entscheidender Bedeutung.

Per Definition ist die Gewährung von Krediten an mittelständische Unternehmen ein aktiver Managementprozess. Wenn die Märkte unter Druck stehen, ist ein aktives Management erforderlich, um diese Risiken mit Hilfe von Underwriting-Standards zu mindern.

Allerdings sind nicht alle aktiven Manager gleich. Unserer Auffassung nach sollten sich Investoren fragen, wie viele Private-Equity-Beziehungen der Manager pflegt und wie hoch der Anteil an Folgegeschäften ist. Ein hohes Maß an Folgegeschäften ist ein wahrscheinliches Zeichen dafür, dass der Investor günstigere Bedingungen erhält, was wiederum bessere Transaktionen bedeutet.

Kontakt:

Nuveen
Bockenheimer Landstr. 24
60323 Frankfurt
Deutschland
nuveen.com

Romina Smith
Managing Director,
International Advisory Services,
Head of Central Europe
+49 69667736809
Romina.Smith@nuveenglobal.com

von Jegor Tokarevich und Lukas König, SOF

1. Ausgangslage: VAG-Reporting mit Durchschau als Grundlage für NW-Meldungen

Asset Manager, KVGen und externe Dienstleister erstellen das VAG-Reporting über das BVI-Datenblatt, die Schuldner- und die Länderliste für VAG-Investoren. Die VAG-Investoren verwenden das VAG-Reporting als eine Datengrundlage u.a. zur Befüllung der Nachweisungen 670, 671 und 673. Teilweise prüfen und ändern VAG-Investoren die zugelieferten Inputs, teilweise übernehmen sie diese ungeprüft in Ihre NW-Meldungen.

2. Problematik: Unzulässigkeit von negativen Werten, Saldierungsproblematik & Durchschau

Seite 2 des BaFin-Schreibens **„Neue Plausibilitätsüberprüfungen für die Nachweisungen (Nw) 670, 671 und 673"** lässt keine negativen Werte zu: „ Negative Werte in der Nw 670, die ggf. aus zeitlichen Unterschieden in der Buchhaltung resultieren oder so genannte Korrekturposten, sind nicht zulässig (es ist zu saldieren)". Als Quelle der negativen Werte sieht die BaFin insb. Korrekturposten und buchhalterische Abweichungen an.

Diese Anforderung erscheint plausibel für Direktinvestments, die üblicherweise eine positive Aktivposition auf der Bilanz darstellen, so dass negative Werte normalerweise nur in seltenen Fällen und / oder in einem geringen Umfang auftreten können.

Darüber hinaus formuliert die Fußnote 37 in der **Anlage Fonds zur Sammelverfügung (21.06.2011)** die Saldierungsanforderung, wobei negative Werte mit den einzeln zuordenbaren positiven Werten zu verrechnen sind. Dies gilt insb. für Derivate und Immobilienfinanzierungen (Leverage), wobei die letztere mit der entsprechenden Immobilie zu verrechnen wäre, wobei eine Ausnahme für Immobilienzielfonds greift.

Bei der Durchschau durch Fonds oder Holdings führt diese Spezifikation zu einem **systematischen Fehler**, weil sie keine in jedem Durchschauvehikel naturgemäß auftretenden negativen Bilanzwerte (insb. Verbindlichkeiten) zulässt. Folglich müssen Annahmen für die Saldierung getroffen werden. Bei hohen negativen Positionen können diese Annahmen **die tatsächlichen Allokationen und Zuordnung zu AnlV-Quoten verzerren**.

Die **Erläuterungen zum BVI-Datenblatt für das VAG-Reporting (22.09.2011)** schlagen eine feste Saldierungshierarchie vor, wobei zunächst die zugehörigen Assets (s. oben), dann die Restwerte, die Kasse, die Schuldverschreibungen und die Aktien / Genussrechte nacheinander mit den negativen Positionen verrechnet werden sollen. Damit wird eine implizite Annahme über das Verkaufsverhalten des Assets Managers zwecks Bedienung von Verbindlichkeiten getroffen. Diese Verkaufsannahme kann sich je nach Anlagestrategie, Fondszusammensetzung und der Marktlage unterscheiden. So könnte sich beispielsweise ein Fonds mit illiquiden Schuldverschreibungen in einer schlechten Marktlage und liquiden Aktien in einer guten Marktlage entscheiden, die Verbindlichkeit aus dem Verkauf von Aktien, statt von Schuldverschreibungen zu begleichen. Weitere Vorgehensweisen sind ebenfalls denkbar, so dass die BVI-Erläuterungen zwar eine mögliche, aber keine allgemeingültige Interpretation der Saldierungsanforderung darstellen.

Die Problematik wird anhand des folgenden Beispiels für einen Fonds (§ 2 (1) Nr. 15 oder 16 AnlV) erläutert, durch den durchgeschaut wird. Die Werte sind bereits auf den VAG-Investor durchgerechnet.

Position (§ 2 (1) AnlV)	EUR
Kasse (Nr. 18)	10
Andere Schuldverschreibungen (Nr. 8)	100
Aktien (Nr. 12)	100
Sonstige Verbindlichkeiten	-20
= NAV	190

Die sonstigen Verbindlichkeiten von -20 können z.B. aus unbezahlten Managergebühren oder einem kurzfristigen Kredit resultieren. Da negative Werte nicht zulässig sind, dürfen diese in der NW nicht gemeldet werden, müssen aber an irgendeiner Stelle berücksichtigt werden, damit die Bilanzgleichung und der NAV aufgehen. Dies kann annahmenbasiert erfolgen:

- Alternative 1: zum Stichtag werden alle VB aus der Kasse und, falls die Kasse nicht ausreicht, aus dem Verkauf von Aktien beglichen
- Alternative 2: zum Stichtag werden alle VB aus allen Assets proportional bezahlt, d.h. alle Assets werden zum gleichen Volumen verkauft

Alternative 1	
Position (§ 2 (1) AnlV)	EUR
Kasse (Nr. 18)	10-10=0
Andere Schuldverschreibungen (Nr. 8)	100
Aktien (Nr. 12)	100-10=90
Sonstige Verbindlichkeiten	-20+20=0
= NAV	190

Alternative 2	
Position (§ 2 (1) AnlV)	EUR
Kasse (Nr. 18)	10+10/210*(-20)=9.05
Andere Schuldverschreibungen (Nr. 8)	100+100/210*(20)=90.48
Aktien (Nr. 12)	100+100/210*(-20)=90.48
Sonstige Verbindlichkeiten	-20+20=0
= NAV	190

Dies führt zu zwei verschiedenen Ergebnissen:
Die Ergebnisse führen zu unterschiedlichen annahmebasierten Allokationen und Quotenzuordnungen. Beispielsweise ist die Beteiligungs- und die Risikokapitalquote in der Alternative 1 geringer, weil hier die VB u.a. über den Aktienverkauf bezahlt werden. Beide Allokationen entsprechen außerdem nicht der tatsächlichen Allokation.

3. Fazit und mögliche Lösung

Negative Werte tauchen naturgemäß auf jeder Durchschaubilanz auf. Diese müssten theoretisch im VAG-Reporting als Restwert des / der transparenten Fonds (nicht anderen Pos. zuzuordnen) erscheinen, können allerdings nicht in NW 670 aufgrund der bestehenden Spezifikation gemeldet werden. Annahmen für die Saldierung dieser negativen Werte mit positiven Positionen müssen getroffen werden. Dadurch können sich die tatsächlichen Allokationen und die Quotenzuordnungen verschieben. Fraglich ist, ob diese annahmebasierte Allokation auch für die Schuldner- und Länderliste übernommen werden soll, oder ob diese Listen von der tatsächlichen Allokation ausgehen können, was wiederum zu einer unterschiedlichen Allokation als im BVI-Datenblatt führt.

Diese Problematik ist auch davon unabhängig, auf welcher Ebene (KVG oder VAG-Investor) die Annahmen getroffen und umgesetzt werden, da der VAG-Investor die Umsetzung von VAG-Anforderungen inkl. seiner Interpretation haftet. Aktuell ist es empfehlenswert, negative Werte im VAG-Reporting auszuweisen. Der VAG-Investor kann damit seine eigene Annahme bzgl. Saldierung treffen und gegenüber der Aufsicht begründen. Erfolgt die Saldierung auf der KVG-Ebene ohne die Mitteilung von Annahmen an den VAG-Investor, ist es dem VAG-Investor im Gegenteil nicht möglich, die tatsächlichen Allokationen nachzuvollziehen. Dieses Problem kann grundsätzlich dadurch gelöst werden, dass NW negative Werte zulassen und somit keine annahmenbasierte Saldierung erforderlich ist.

Kontakt:

SOF (Substance Over Form Ltd.)
SOFI (SOF Infrastructure Ltd.)
52 Grosvenor Gardens
London SW1W oAU
www.sof-ltd.com

Jegor Tokarevich
CEO
DE: + 49 (0) 174 497 857 3
jegor.tokarevich@sof-ltd.com

Lukas König
Risk Manager
GB: + 44 (0) 79 084 676 95
lukaskoenig@sof-ltd.com

Impressum

Jahrgang 20 – Ausgabe IV

Verantwortliche Redakteure:
Frank Dornseifer
Christina Gaul
Annette Olschinka-Rettig

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
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 Beratungsgespräches 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
info@simplethings.de

von Marc Schwarz, SS&C Advent

Private Debt boomt.

Das stabile, attraktive Risiko-Rendite-Profil von Private Debt hat dazu geführt, dass sich das verwaltete Vermögen innerhalb eines Jahrzehnts verdreifacht hat, wobei der Alternative Credit Council (ACC) prognostiziert, dass der Sektor bis 2020 eine Billion Dollar erreichen wird.[1]

Die wachsende Popularität von Private Debt (d. h. Schuldtitel, die nicht von Banken finanziert werden und nicht an einem offenen Markt begeben oder gehandelt werden) steht im Gegensatz zu den weiter verbreiteten Vorbehalten der Anleger bezüglich der kostenbereinigten Renditen, die derzeit von der Hedgefonds-Branche angeboten werden.

Könnten daher Private-Debt-Fonds gegenüber Hedgefonds im Alternativen-Instrumentarium der Anleger weiter aufholen und diese möglicherweise sogar verdrängen?

Privatvermögen auf dem Vormarsch

Die jüngsten Zahlen von Preqin zeigen, dass das verwaltete Vermögen in Private Debt-Anlagen im Juni 2018 einen Rekordwert von 769 Milliarden US-Dollar erreichte, gegenüber 275 Milliarden US-Dollar im Jahr 2009.[2] Es wird erwartet, dass das Vermögen 2019 weiter steigt, wobei ein Drittel der von Preqin befragten Anleger plant, seine Allokation im kommenden Jahr zu erhöhen. Etwa die Hälfte beabsichtigt, ihre Allokation längerfristig zu steigern, während nur 5 % sie verringern möchten … verglichen mit den 21 %, die angaben, ihre Allokation in Hedgefonds verringern zu wollen. [3]

Dieser Aufwärtstrend spiegelt die weit verbreitete Zufriedenheit der Anleger mit dieser Anlageklasse wider: Mehr als 90 % der von Preqin im Rahmen des Ausblicks für das erste Halbjahr Befragten waren der Ansicht, dass „Private Debt die Performance-Erwartungen für 2018 erfüllt oder übertroffen hat".

Das wachsende Interesse an Private Debt und die Zufriedenheit mit dieser Anlageklasse stehen im Gegensatz zu den weithin bekannten Zweifeln der Anleger bezüglich der Kosten von Anlagen in Hedgefonds und der angebotenen risikobereinigten Renditen. Während einige wenige Institutionen dem Beispiel des California Public Employees' Retirement System (CalPERS) gefolgt und vollständig aus dem Hedgefonds-Sektor ausgestiegen sind, wird von vielen das Geld, das sie bezahlen, und das, was sie dafür bekommen, kritisch hinterfragt.[4]

Die Preqin-Umfrage offenbart das Ausmaß des Problems. Mehr als die Hälfte der befragten Hedgefonds-Anleger gab an, von der Performance ihrer Portfolios im Jahr 2018 enttäuscht zu sein. Nur 8 % fanden, dass die Anlagen die Erwartungen übertroffen haben. Und nur 37 % glauben, dass die Performance 2019 besser sein wird als im letzten Jahr.

Die Hedgefonds-Research-Zahlen zeigen eine Erholung der Performance im ersten Quartal von 2019, wobei der Index um +5,7 % zulegte. Aber eine längere Phase mit volatilen Renditen und Underperformance hat das Vertrauen erschüttert. Die Abflüsse von Anlegern beliefen sich im ersten Quartal auf insgesamt 17,8 Milliarden US-Dollar. Damit waren das vierte Quartal in Folge Nettokapitalabflüsse zu verzeichnen.[5]

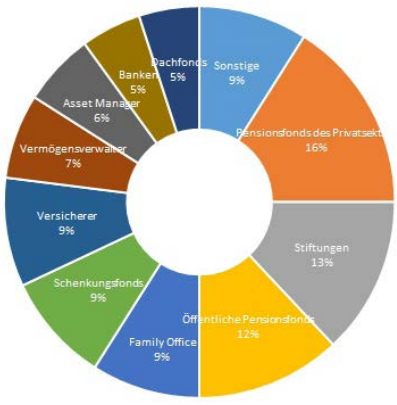
Indessen stellten die 561 neuen Hedgefonds, die 2018 aufgelegt wurden, den niedrigsten Stand seit dem Jahr 2000 dar.[6] Im Laufe des Jahres wurden 659 Fonds liquidiert.

Attraktive Aspekte von Private Debt

Private-Equity-Firmen haben bei dem Boom der Private-Debt-Finanzierungen an erster Stelle gestanden. Institutionelle Anleger sind ihrem Beispiel gefolgt und stehen nun für mehr als 70 % des Kapitals, das für die wachsende Zahl der auf den Markt kommenden Private-Debt-Fonds bereitgestellt wird.

Pensionsfonds, mit ihren langen Anlagehorizonten und dem Erfordernis stabiler Renditen, wurden die aktivsten institutionellen Anleger in diesem Sektor. Aber auch Stiftungen, Schenkungsfonds, Family Offices, Versicherungsgesellschaften und Vermögensverwalter haben die attraktiven Aspekte entdeckt.

Wer investiert in Private Debt?



Quelle: Preqin Pro

Und diese attraktiven Aspekte sind überzeugend.

Der wichtigste Aspekt: Private Debt verspricht beträchtliche risikobereinigte Renditen und verlässliche Ertragsströme. Absolute Return Partners stellt fest, dass am illiquidesten Ende der Skala „Jahresrenditen von 7-8 % absolut normal" sind.[7] Der Ausblick von Preqin für das erste Halbjahr ergab, dass fast die Hälfte der Anleger in Private Debt eine jährliche absolute Rendite von 8 %-12 % anstrebt.

Darüber hinaus ist der Schutz des Kapitals relativ sicher (vorausgesetzt, der Kreditnehmer bleibt zahlungsfähig). Die angebotene Portfoliodiversifizierung ist ein weiterer Pluspunkt.

Anleger können auch aus einem wachsenden Angebot an Fondstypen wählen, je nach dem Risikoprofil der betreffenden Institution und je nachdem, wo diese die besten Chancen sieht.

Die Zahlen von Preqin zeigen, dass die direkte Kreditvergabe den Fundraising-Markt weiterhin dominiert und 2018 41 % des gesicherten Kapitals ausmachte. Weitere beliebte Optionen sind Mezzaninfonds, Fonds für Sondersituationen, Fonds für notleidende Kredite und Venture-Debt-Fonds. Aufgrund der antizyklischen Natur der Fonds für Sondersituationen und notleidende Kredite ist es nach den Feststellungen von Preqin besonders wahrscheinlich, dass diese in den nächsten 12 Monaten mehr Kapital anlocken werden, da sich die Anleger auf eine Marktkorrektur einstellen.

Auch die Nachfrage der Kreditnehmer nach Private Debt nimmt weiter zu.

Die traditionellen Bankkredite sind nach der Krise deutlich zurückgegangen, da die Banken ihren Verschuldungsgrad verringert haben, um das Risiko zu reduzieren und die strengeren Kapitalanforderungen zu erfüllen. Institutionen und Unternehmen brauchen aber weiterhin Finanzierungen. Private Debt hat vor allem die Vereinigten Staaten und Teile Europas überschwemmt und dort die Lücke gefüllt, wobei sich das Interesse zunehmend auf Schwellenmarktregionen (insbesondere China und Brasilien) ausdehnt.

In der Vergangenheit bildeten mittelständische Unternehmen den Großteil der Kreditnehmer. Aber der Markt erstreckt sich nun auf alles, von Start-ups und kleinen Unternehmen bis hin zu Konzernen und Infrastrukturprojekten, wie der ACC feststellt. Privatkredite finanzieren zudem ein immer breiteres Spektrum an Aktivitäten, wobei inzwischen fast ein Drittel des gesamten investierten Kapitals in Bereichen wie Immobilienfinanzierung, Handelsfinanzierung und durch Vermögenswerte besicherte Kredite eingesetzt wird.

Warum Private Debt beliebt ist

Anziehungskraft für Investoren	Nachfrage der Kreditnehmer
Liefert überragende, garantierte risikobereinigte Renditen.	Füllt die Lücke, die durch den Rückzug bei der Kreditvergabe der Banken nach der Krise entstanden ist.
Bietet verlässliche Ertragsströme zur Erfüllung der Verbindlichkeiten der Institutionen.	Die Bedingungen sind tendenziell flexibler und kundenspezifischer als Bankdarlehen oder öffentliche Schuldtitel.
Das Kapital ist (relativ) geschützt.	Kann zur Finanzierung eines breiten Spektrums von Aktivitäten verwendet werden.
Bietet Portfoliodiversifizierung.	
Anlagen können an Risiko-Rendite-Profilen der Institutionen ausgerichtet werden.	

Risiko und Erträge

Es ist unvermeidlich, dass die attraktiven Aspekte für Fondsmanager und ihre Anleger mit Kompromissen verbunden sind.

Risiko des Kreditnehmers

Private-Debt-Schuldner zahlen Renditeaufschläge, da sie für die öffentlichen Schuldenmärkte zu klein oder zu risikoreich sein können. Zum Beispiel stellt der ACC-Bericht fest, dass 40 % der Privat-Debt-Manager Kredite an Unternehmen mit einem EBITDA von weniger als 25 Millionen US-Dollar vergeben.

Da wir uns dem Ende des gegenwärtigen Kreditzyklus nähern, mit der Aussicht auf höhere Zinsen und härtere wirtschaftliche Bedingungen für Kreditnehmer in der Zukunft, werden robuste Risikomanagement-Fähigkeiten immer wichtiger, um sich gegen potenzielle Ausfälle zu schützen. Wie der ACC-Bericht feststellt, wird die Erfahrung im Umgang mit Darlehensnehmern in Stress- oder Ausfallsituationen bestimmen, wie erfolgreich Manager Veränderungen im Wirtschafts- und Kreditzyklus standhalten können.

Wachsender Wettbewerb

Der Zufluss von Kapital und die Auflegung neuer Fonds verschärfen den Wettbewerb auf dem Markt.

Für kleinere Firmen und neue Kreditgeber wird es schwieriger, Mittel zu beschaffen, da die Anleger dazu neigen, Fondsmanager mit einer nachgewiesenen Erfolgsbilanz zu bevorzugen. Fonds müssen zudem stärker um eine begrenzte Anzahl von Deals kämpfen. Als Reaktion darauf könnten Private-Debt-Manager zu Transaktionen von geringerer Qualität, mit schlechteren Bedingungen (d. h. mehr Flexibilität bei Kreditzusagen und Preisgestaltung) und/oder geringeren Renditen gezwungen sein.

Die Umfrage von Preqin bekräftigt dies. Sie stellt fest, dass 53 % der befragten Fondsmanager den Wettbewerb als die größte Herausforderung für die Renditegenerierung im Jahr 2019 nennen.

Derweil weist Patrick Marshall, Leiter der Private-Debt-Abteilung bei Hermes Investment Management in London, darauf hin, dass Covenant-Light-Kredite inzwischen 86 % des Large-Cap-Marktes ausmachen und dass sich die Verringerung der Schutzmaßnahmen in einigen Fällen auch auf kleine und mittlere Unternehmen ausgeweitet hat.[8] Verträge mit weniger strengen Verpflichtungen könnten Ärger bedeuten, wenn die schwierigeren Zeiten kommen.

Illiquidität

Die Liquiditätsfristen von Private Debt sind länger als bei Fonds für öffentliche Schuldtitel.

Um ein potenzielles Missverhältnis zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten zu vermeiden, erfordern Private-Debt-Fonds oftmals den Ansatz, die Anlage bis zur Fälligkeit zu halten. Die ACC-Umfrage hat beispielsweise ergeben, dass etwa zwei Drittel der Manager Fonds mit geschlossener Verpflichtungs- und Inanspruchnahme Struktur im Private-Equity-Stil haben. Die Fondslaufzeit umfasst dann Mittelbeschaffung, Anlagen, das Halten von Positionen und Gewinnmitnahmen.

„Mit diesen Strukturen wird die Fälligkeit des für Private-Debt-Strategien gebundenen Kapitals auf die Finanzmittel abgestimmt, die die Manager der Realwirtschaft zur Verfügung stellen", stellt der Bericht fest.

Das bedeutet jedoch, dass die ertragreichsten Angebote das Kapital möglicherweise für mehrere Jahre binden.

Schuldendienstanforderungen von Anlegern

Neben diesen Problemen müssen sich Private-Debt-Manager mit einer ständigen Zunahme der Due-Diligence-Prüfungen und den laufenden Schuldendienstanforderungen einer wachsenden Zahl institutioneller Anleger auseinandersetzen.

Maßgeschneiderte Portfolios und Dienstleistungen sind im aktuellen Wettbewerbsumfeld eine Möglichkeit für Manager, ihr Angebot zu differenzieren und Aufträge zu gewinnen. Zum Beispiel stellt der ACC-Bericht fest, dass eine große Mehrheit der Private-Debt-Manager bereit ist, getrennt verwaltete Konten zu führen – ein Versuch, den Forderungen der Anleger nach maßgeschneiderten Gebührenvereinbarungen und ihren Forderungen nach mehr Transparenz und Kontrolle über ihre Anlagen nachzukommen.

Allgemeiner gesagt fordern die Anleger:

- klare, regelmäßige und oftmals maßgeschneiderte Berichterstattung (eine weitere Manifestation der Verpflichtung zur Transparenz).
- Wasserdichte Compliance-Funktionen.
- Robuste Technologie und Cybersicherheit.
- Robuste Verfahren für Geschäftskontinuität und Wiederherstellung im Katastrophenfall

Angesichts solcher Anforderungen wird die Fähigkeit der Fondsmanager, die zunehmenden operativen Belastungen zu schultern und die Konten ihrer Kunden effizient zu verwalten und zu kontrollieren, von entscheidender Bedeutung sein.

Betriebliche Komplexität

Die Verwaltung von Private Debt – mit den damit verbundenen Buchführungs- und Berichtspflichten – stellt eine weitere Herausforderung dar.
Private Debt kann flexibler und kundenspezifischer als gewöhnliche Bankdarlehen oder öffentliche Schuldtitel sein und erfordert allenfalls spezifisches operatives Fachwissen und technologische Fähigkeiten, um die Risiken zu steuern und für die Anleger die erforderlichen Dienstleistungen zu erbringen.

Zu den häufigen Komplikationen/Herausforderungen gehören:

- **Kombination von Fremd- und Eigenkapital** – Private Debt wird oft mit eigenkapitalähnlichen Vereinbarungen kombiniert. In solchen Fällen müssen das Eigen- und das Fremdkapital aus Sicht der Buchhaltung und Berichterstattung miteinander verbunden werden.
- **Komplexe Strukturen** – Neben öffentlichen und privaten Unternehmen haben Kreditnehmer häufig die Form von Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicle, SPV), was erhöhte Anforderungen an Governance, Risikoüberwachung und transparente Berichterstattung mit sich bringt.
- **Hybride Fonds** – Private-Debt-Angebote sind tendenziell eher innerhalb geschlossener Fonds strukturiert. Das erfordert die Fähigkeit, hybride Fondsstrukturen zu berücksichtigen und diese Strukturen zu durchschauen, um die Liquidität zu verfolgen.
- **Rechnungslegungsstandards** – Nach dem Standard IFRS 9 müssen Finanzinstrumente korrekt klassifiziert und bewertet werden, um sicherzustellen, dass die Jahresabschlüsse stärker auf den beizulegenden Zeitwert ausgerichtet sind. Die Bewertung kann entweder zum beizulegenden Zeitwert mit Erfassung der Änderungen im sonstigen Ergebnis (FVTOCI, fair value through other comprehensive income) oder erfolgswirksam zum beizulegenden Zeitwert (FVTPL, fair value through profit or loss) erfolgen, wobei die Behandlung unterschiedlich ist, je nachdem, ob die Vermögenswerte zu Handels- oder zu Kreditzwecken gehalten werden.

Der verschärfte Wettbewerb bei den Deals führt darüber hinaus zu flexibleren Kreditvereinbarungen für Kreditnehmer und zu einer Verengung der Spreads. Um den Auswirkungen entgegenzuwirken, müssen die Fondsmanager die Risiken besser steuern und ihre Betriebseffizienz verbessern, wenn sie eine lähmende Enge bei der Rentabilität verhindern wollen.

Die Bedeutung der Systematisierung

Wenn der Sektor weiterwachsen und schmerzhafte Folgen beim nächsten Abschwung vermieden werden sollen, sollten Private-Debt-Fonds dem gleichen Weg in Richtung institutioneller Anlagen und betrieblicher Stabilität folgen, den die Hedgefonds-Branche bereits eingeschlagen hat.

Skalierbare, wiederholbare, belastbare (und, wenn möglich, automatisierte) Prozesse sind von entscheidender Bedeutung. Und der größte Schritt, um dies zu erreichen, ist eine effiziente Systeminfrastruktur.

Dennoch sind Kalkulationstabellen – mit den operativen und finanziellen Risiken, die sie mit sich bringen – in der Private-Debt-Welt nach wie vor ein gängiges Merkmal.

Insbesondere Darlehen eignen sich für die Art von Vorlagen, die einfach in einer Kalkulationstabelle erstellt und dann an die spezifischen Bedingungen der einzelnen Geschäfte angepasst werden können. Aber die Beliebtheit von Kalkulationstabellenvorlagen bedeutet, dass sich alle Probleme oder Fehler, die sich einschleichen (und unweigerlich einschleichen werden), bei der Wiederverwendung und Verbreitung im Unternehmen festsetzen.

In ähnlicher Weise können flexible Rundungsregeln für die Berechnung von Zinsen in einer Kalkulationstabelle zu finanziellen Fehlern führen, die das Risiko und die potenziellen Kosten erhöhen.

Effizienz- und Skalierbarkeitsfragen sind ein weiterer Gesichtspunkt. Eine Kalkulationstabelle jedes Mal, wenn ein neuer Kredit oder ein neues Geschäft aufgenommen bzw. getätigt wird, neu zu erstellen oder neu zu konfigurieren, kostet Zeit und Ressourcen. Und wann immer es notwendig ist, Private-Debt-Positionen mit anderen Vermögenswerten oder anderen Rechnungslegungssystemen zu vermischen, müssen die Mitarbeiter diese Positionen manuell in das Hauptbuch übertragen.

In dem Maße, wie das Geschäft wächst und Fondsmanager eine Zunahme des Geschäftsvolumens feststellen, wird die mangelnde Betriebsskalierbarkeit der Kalkulationstabellen unhaltbar werden.
Aufsichtsrechtliche und Compliance-Fragen sind ein weiterer Faktor. Anleger und Aufsichtsbehörden wünschen sich ein robustes Risiko-

management, eine genaue und zeitnahe Berichterstattung und prüfbare Transaktionsprozesse. Nichts davon ist praktikabel in einem auf Kalkulationstabellen basierenden Umfeld, das von manuellen Eingaben und Ausweichlösungen abhängt.

Automatisieren, um zu akkumulieren

Stattdessen ist ein für den Zweck geeignetes System ein Muss für spezialisierte Private-Debt-Manager und für Multi-Asset-Fonds, die Private Debt beinhalten, geworden, da das Vermögens- und Transaktionsvolumen weiter zunimmt und sich immer mehr Anleger für diesen Bereich interessieren.

Eine flexible Lösung mit Funktionen zur Darlehensverwaltung und Rechnungslegung sowie zur Verfolgung der Schulden und zur diesbezüglichen Berichterstellung wird es Unternehmen ermöglichen, ihre Risiken effizient zu überwachen und zu verwalten. Die Automatisierung der nachgelagerten Prozesse wird im Kampf um die Rationalisierung der Betriebskosten und die Bereitstellung wertvoller Skalierbarkeit von entscheidender Bedeutung sein.

Und ein kontrolliertes, prüfbares Umfeld wird die Fondsmanager in die Lage versetzen, ihrer Verantwortung für die Einhaltung der Vorschriften nachzukommen, wodurch sichergestellt wird, dass sie die Due-Diligence-Erwartungen der Anleger erfüllen und ihre Chancen, Allokationen anzuziehen, verbessern können.

Fazit

Angesichts solch attraktiver Fundamentaldaten hat Private Debt das Potenzial, zu einer tragenden Säule der alternativen Anlageklasse zu werden. Auch wenn es den Hedge-Fonds-Sektor vielleicht niemals überholen wird, ist Private Debt aufgrund der angebotenen Renditen, Ertragsströme und Diversifizierungsvorteile eine überzeugende Ergänzung für Anlegerportfolios.

Doch wie die Akteure in anderen alternativen Anlagebereichen festgestellt haben, bringt die fortschreitende Institutionalisierung der Anlegerbasis strengere Compliance-, Betriebs- und Service-Anforderungen mit sich.

In dem Maße, wie sich der Wettbewerb in der Branche verschärft, werden Private-Debt-Manager härter arbeiten müssen, um Anleger für ihre Produkte zu gewinnen. Die Erfolgsgeschichten werden bei jenen Firmen zu finden sein, die ihre Kunden mit einer automatisierten, institutionalisierten Betriebsumgebung unterstützen können. Aber die Chance, von den wachsenden Möglichkeiten zu profitieren, die Privat Debt bietet, macht die Anlage sicherlich lohnenswert.

Kontakt:

SS&C Advent
An der Welle 6
60322 Frankfurt

Marc Schwarz
Regional Director DACH
+49 (69) 767 576 015
mschwarz@sscinc.com

Über SS&C Advent

SS&C Advent unterstützt über 4.300 Finanzinstitute weltweit – von etablierten Global Playern bis hin zu kleinen Start-ups – dabei, ihre Geschäftstätigkeit auszudehnen, Risiken zu minimieren und zu florieren.

Weitere Informationen finden Sie auf www.advent.com, oder wenden Sie sich an mschwarz@sscinc.com.

[1] Financing the Economy 2018 - The role of private credit managers in supporting economic growth, Alternative Credit Council and Dechert LLP, https://www.aima.org/educate/aima-research/fte-2018.html

[2] 2019 Preqin Global Private Debt Report, Preqin, 21. Februar 2019, https://docs.preqin.com/samples/2019-Preqin-Global-Private-Debt-Report-Sample-Pages.pdf

[3] Preqin Investor Outlook: Alternative Assets H1 2019, Preqin, 2. April 2019, https://docs.preqin.com/reports/Preqin-Investor-Outlook-Alternative-Assets-H1-2019.pdf

[4] Beispielsweise bezeichnete der CIO des Alecta-Pensionsfonds mit einem Vermögen von 90 Milliarden US-Dollar, einem der größten schwedischen Pensionsfonds, Hedgefonds als „teure Black-Box-Investitionen".

[5] Hedge fund assets surge on HFRI 1Q performance gains, Hedge Fund Research, 17. April 2019, https://www.hedgefundresearch.com/news/hedge-fund-assets-surge-on-hfri-1q-performance-gains

[6] New hedge fund launches fall to lowest level since 2000, Hedge Fund Research, 22. März 2019, https://www.hedgefundresearch.com/news/new-hedge-fund-launches-fall-to-lowest-level-since-2000

[7] Private Credit Demystified, Absolute Return Partners, September 2018, https://www.arpinvestments.com/arl/private-credit-demystified

[8] Commentary: Navigating the evaporating protections in the private debt market, von Patrick Marshall, Pensions & Investments, 18. April 2019, https://www.pionline.com/article/20190418/ONLINE/190419841/commentary-navigating-the-evaporating-protections-in-the-private-debt-market?newsletter=investments-digest&issue=20190418

von Dr. Sofia Harrschar, Universal-Investment

Private Debt ist als Anlageklasse in den vergangenen Jahren immer beliebter geworden. Die Corona-Krise ist nun der erste größere Härtetest für den in Deutschland noch vergleichsweise jungen Markt. Schon jetzt hat sich gezeigt: Ein engmaschiges Monitoring und umfassendes Risikomanagement sind von besonderem Wert. Die Anlageklasse Private Debt dürfte auch auf Dauer ihre Vorteile ausspielen können.

Der hierzulande noch recht junge Markt für Private Debt befindet sich mitten in seiner ersten Bewährungsprobe. Der Markt für Debt Funds (Loan Participation) und direkte Darlehensvergabe durch Nicht-Banken (Loan Origination) bekommt die Corona-Krise zu spüren. Wie wird sich ein möglicher Anstieg von Kreditausfällen durch den massiven Konjunktureinbruch auswirken? Wie der steigende Liquiditätsbedarf von Unternehmen? Und wie werden Investoren reagieren?

Historische Daten fehlen. Denn der Markt für Private-Debt-Strukturen ist in Deutschland erst nach der Finanzkrise 2009 entstanden. Über die letzten Jahre entwickelten sich Private-Debt-Anlagen von einem Nischenprodukt zu einem festen Bestandteil in vielen Portfolios institutioneller Investoren. Trotz Krise spricht einiges dafür, dass das so bleiben wird.

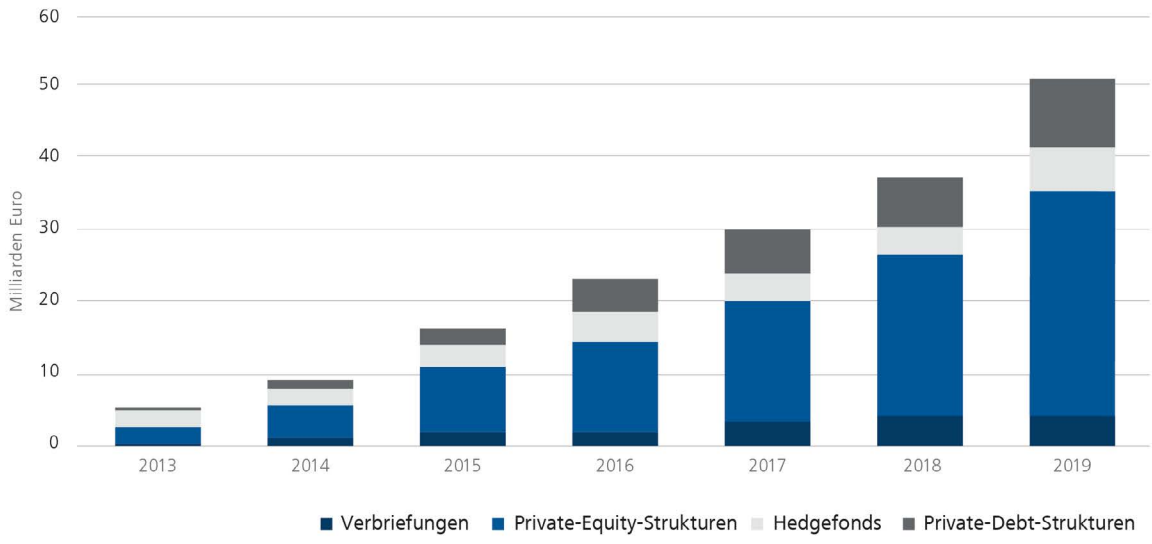
Der Anstieg von Private-Debt-Anlagen vor der Corona-Krise war beeindruckend. Hintergrund war die zunehmende Zurückhaltung der Banken im Kreditgeschäft aufgrund schärferer Regulierung. Gerade im Mittelstand taten sich Finanzierungslücken auf. Auch für Infrastruktur- oder Immobilienprojekte sowie Schiffsfinanzierungen waren zunehmend alternative Geldgeber gefragt. Banken selbst gingen dazu über, Kreditfonds aufzulegen, um ihre Bilanzen zu entlasten. Auf der anderen Seite standen Investoren, die im Niedrigzinsumfeld nach renditeträchtigen Anlagen und Diversifizierungsmöglichkeiten suchten. Auch wenn das Wachstum Schwankungen unterlag und sich laut Datenanbieter Preqin das Volumen gegenüber dem Höchststand 2017 etwas verringert hat: In Private- Debt-Fonds flossen 2019 noch immer 107 Milliarden US-Dollar an Investorengeldern.[1]

Debt-Strukturen in drei Jahren verdoppelt

Auch das von Universal-Investment in Debt-Strukturen investierte Spezialfondsvolumen zeigt für die vergangenen Jahre ein rasantes Wachstum: Das Volumen lag Ende 2019 bei 9,5 Milliarden Euro und hat sich damit gegenüber 2016 (4,7 Milliarden Euro) verdoppelt (s. Grafik 1). Es dominieren Unternehmenskredite mit 5,9 Milliarden Euro, auf Kredite für Projekte im Bereich Infrastruktur entfallen 1,4 Milliarden Euro, auf Kommunaldarlehen 1 Milliarde Euro, auf Immobilien 869 Millionen Euro und auf Schiffsfinanzierungen 318 Millionen Euro – in insgesamt 45 aktiven Fondsstrukturen.

Spezialstrukturen Universal-Investment und Universal-Investment-Luxembourg

Inventarentwicklung Alternative Investments im Bestand von Universal-Investment



Quelle: Universal-Investment-Gesellschaft mbH
Stand: Dezember 2019

Vorteile für Kreditgeber und -nehmer

Die Vorteile von Private Debt umfassen insbesondere folgende Aspekte: Die Anlageklasse bietet die Chance auf Renditen über denen von herkömmlichen Anleihen, eine zusätzliche Diversifizierung, meist eine niedrige Korrelation zu anderen Anlageklassen und überwiegend planbare Mittelzuflüsse. Private Debt ist zudem grundsätzlich geeignet, um insbesondere langfristige Zahlungsverpflichtungen zu decken. Eine weitere Risikobegrenzung ermöglicht die Kombination unterschiedlicher Private-Debt-Strategien – auch aus den unterschiedlichen Bereichen Unternehmens-, Infrastruktur- oder Immobilienfinanzierungen. Für Versicherer, die Solvency II unterliegen, sind Fremdkapitalinstrumente inklusive Kreditfonds darüber hinaus grundsätzlich weniger eigenkapitalintensiv als Private Equity oder Direktinvestitionen in Immobilien.

Für Unternehmen stellt Private Debt eine zusätzliche Finanzierungsquelle dar – vor allem für Übernahme- oder Wachstumsfinanzierungen bzw. in Sondersituationen. Private Debt ist zwar oft teurer als herkömmliche Bankkredite oder die Finanzierung über Anleihen, erlaubt aber im Regelfall mehr Flexibilität. So erfolgt die Kreditgewährung oft schneller, die Bedingungen werden häufig individuell festgelegt. Kreditnehmer sind zudem meist kleinere und mittelgroße Unternehmen, deren Rating oft im Sub-Investment-Grade- oder im unteren Investment-Grade-Bereich liegt und die daher meist erschwerten Zugang zu anderen Finanzierungsquellen haben.

Den Herausforderungen der Komplexität begegnen

Die längerfristigen Auswirkungen von COVID-19 auf den Private-Debt-Markt sind in Gänze noch nicht abzusehen. Die erste Reaktion war deutlich: Laut BAI verzeichnete die Asset-Klasse Private Debt im ersten Quartal mit minus 41 Prozent einen drastischen Rückgang im Fundraising, wobei Direct Lending zu den präferierten Investitionen zählte. Die Nachfrage nach Venture und Distressed Debt ist dem BAI zufolge hingegen massiv eingebrochen.[2]

Schon vor der Krise war Private Debt eine komplexe Anlageklasse mit besonderen Herausforderungen. Da sind zum einen die Illiquidität, die geringe Transparenz und zum anderen der in der Regel lange Anlagehorizont. Zielinvestments sorgfältig auszusuchen erfordert viel Know-how. Und nicht zuletzt sind ein umfassendes Risikomanagement und Reporting wichtig, um die Risiken zu minimieren. In der Krise gilt es einmal mehr, Bewertungen kritisch zu hinterfragen und Kreditnehmer besonders sorgfältigen Bonitätsprüfungen zu unterziehen, Businesspläne genauestens zu prüfen und Entwicklungen zu überwachen. So wirft die Krise in besonderer Weise ein Schlaglicht darauf, wie wertvoll es ist, als Fondsinitiator oder institutioneller Investor nicht alleine dazustehen.

Hilfreich ist ein Partner mit Struktur- und Asset-Know-how, der kompetent unterstützt und möglichst viel Erfahrung beim strukturellen und operativen Aufsatz mitbringt. Das gilt für alle Zielinvestments, also Unternehmenskredite, Immobilien- oder Infrastrukturdarlehen, Schiffs- oder Kommunalkredite. Wichtig ist auch, dass der Partner offen ist für die unterschiedlichsten Schnittstellen und mit Dienstleistern nahtlos zusammenarbeitet, die der Fondsinitiator bereits zu seinem Team zählt, wie etwa Rechts- und Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer.

Krisenfest dank Unterstützung

Nicht nur beim strukturellen und operativen Aufsatz, lohnt es sich auf einen erfahrenen Partner zu setzen. Um möglichst ruhig durch eine Krise zu kommen, ist ein noch engerer Austausch aller Beteiligten nötig.

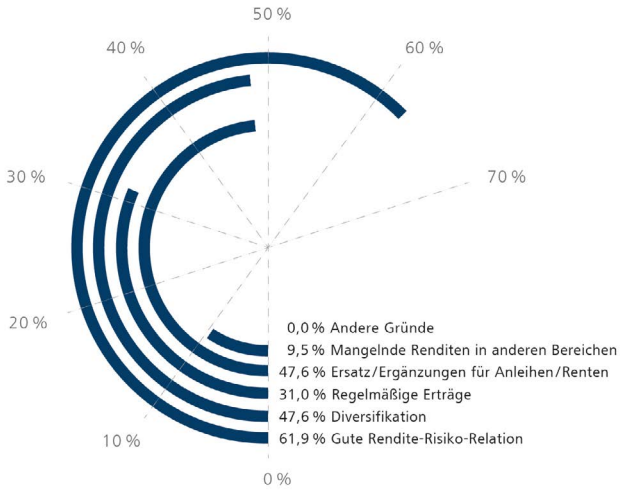
Hier ein paar Beispiele:

- Erhöhung der Frequenz der üblichen regelmäßigen Reviews zu allen Loan-Investments und Kontrollen außerhalb des Turnus.
- Prüfung ob der Markt für die entsprechende Transaktion passend und aktuell von keinen besonderen Verwerfungen betroffen ist – und dies bei allen neuen Investments. Gegebenenfalls wurden Neuinvestments in Abstimmung mit den Asset Managern und Fondsinitiatoren wegen schwieriger Preisfindung verschoben.
- Enger Austausch mit Asset Managern zu aktuellen Entwicklungen und vor allem zu den Bereichen, die durch die Corona-Krise besonders betroffen sind/sein könnten sowie Einholung von Stellungnahmen zur Fondsstrategie und zur allgemeinen Markt-/Risikosituation.
- Engmaschige Überwachung der Liquiditätssituation von Fonds und Investments.

Wie wird Private Debt aus der Krise hervorgehen?

Auch wenn es eine banale Erkenntnis ist: Jede Krise bietet Chancen. Gerade die Flexibilität von Private Debt könnte sich als Vorteil erweisen, wenn der Bedarf an Finanzierungen wieder steigt. Wenn sich die wirtschaftlichen Folgen in der Breite nicht weiter verschärfen, dürften auch die für Investoren entscheidenden Vorteile bleiben: das attraktive Rendite-Risiko-Profil, die Diversifikation, regelmäßige Erträge (s. Grafik 2). Die Suche nach renditeträchtigen Anlagen durch das nun nochmals länger anhaltende Niedrigzinsumfeld dürfte sich sogar verschärfen. In einigen zukunftsträchtigen Branchen wird der Finanzierungsbedarf nochmals steigen, etwa in der digitalisierungsbezogenen Infrastruktur, auch für den 5G-Netzausbau.

Hauptgründe für Engagement in Unternehmenskredite



Quelle: BAI-Studie: Unternehmenskreditfinanzierungen 2019

Problematisch erscheinen die aufgrund der hohen Unsicherheiten schwierigeren Bonitätsbeurteilungen, eventuelle Ausfälle von Darlehen oder der mögliche Wertverfall der Besicherung. Enges Monitoring ist wichtig wie nie. Gelingt das, dürfte Private Debt die Bewährungsprobe Corona bestehen. Die Anlageklasse dürfte sich dann auf Dauer als Portfoliobaustein etablieren und das Rendite-Risiko-Profil von Anlageportfolios verbessern helfen.

Kontakt:

Universal-Investment-Gesellschaft mbH

Marcus Kuntz
Head of Asset Manager Solutions
+49 69 71043-190
marcus.kuntz@universal-investment.com

Dr. Sofia Harrschar
Member of the Board
Executive Director
Head of Alternative Investments
+40 69 71043-260
sofia.harrschar@universal-investment.com

© 2020. Dieser Artikel richtet sich ausschließlich an professionelle oder semi-professionelle Investoren und ist nicht zur Weitergabe an Privatanleger bestimmt. Alle Rechte vorbehalten. Dieser Artikel dient ausschließlich Informationszwecken. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung der Verfasserin wieder. Die Verfasserin oder deren Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalts. Vervielfältigungen, Weitergaben oder Veränderungen dieser Veröffentlichung oder deren Inhalts bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis von Universal-Investment.

[1] Preqin, 09.01.2020.

[2] BAI-Newsletter II/2020.

2 SEP.

F.A.Z.-KONFERENZ NACHHALTIGKEIT & KAPITALANLAGE

Rabatt für BAI-Mitglieder

Digital

Ob im direkten Kundenauftrag, aufgrund ihrer Satzung oder aus persönlichem Antrieb: Nachhaltige Geldanlagen spielen in professionellen Portfolien eine immer größere Rolle. Die **F.A.Z.-Konferenz Nachhaltigkeit & Kapitalanlage #3** bringt daher am **2. September 2020** im Rahmen einer **virtuellen Konferenz** institutionelle Investoren, kirchliche Träger, Family Officer und Anlagemanager in Stiftungen zusammen, um sich mit spezialisierten Anbietern zusammen über die Frage auszutauschen, wie sie Finanzmittel erfolgreich, renditeorientiert und nachhaltig anlegen und verwalten können.

Profitieren Sie von:

- Interaktiven **Podiumsdiskussionen**
- **Themen-Foren** mit hoher Praxisrelevanz
- Meeting-Hub mit 1:1 **Networkingmöglichkeiten**
- Einer **virtuellen Ausstellung**

Weitere Informationen: **https://www.faz-konferenzen.de/nachhaltigkeit-kapitalanlage/**

8–9 SEP.

SZ-KAPITALANLAGETAG 2020

20% Rabatt für BAI-Mitglieder

Kulturwandel im Asset Management – Anlagestrategien in besonderen Zeiten

München

Digitalisierung, veränderte Kundenerwartungen, Nachhaltigkeitskriterien und neue politische und regulatorische Entwicklungen – um diesen vielfältigen Herausforderungen gerecht zu werden, sind institutionelle Investoren gefordert im Asset Management neue Wege zu gehen. Diese Themen stehen im Mittelpunkt des **5. SZ-Kapitalanlagetages**. Mit Beiträgen u.a. von Nicholas Gartside (Munich Re), Anja Mikus (KENFO), Dr. Claus Stickler (Allianz), Stefan Schütte (R+V) und André Pfleger (SV Sparkassenversicherung).
Diskutieren Sie mit Investoren aus Versicherungen, Versorgungswerken, Pensionskassen und hochkarätigen Vertretern aus Industrie und Wissenschaft über innovative Modelle für Ihr Asset-Management.

Weitere Informationen unter: **www.sv-veranstaltungen.de/kapitalanlagetag**

16 SEP.

NACHHALTIGE GELDANLAGEN 2020

Rabatt für BAI-Mitglieder

13. Jahreskonferenz am 16. September 2020

Erstmals als Hybrid-Event:
Online oder vor Ort in Frankfurt

Im Herbst 2020 findet die 13. Jahreskonferenz „Nachhaltige Geldanlagen" statt.
Seit ihrem Auftakt im Jahr 2008 hat sie sich als hochrangiges Informations- und Netzwerkforum im Nachhaltigkeitsbereich für Führungskräfte und Experten aus Unternehmen, (institutionelle) Investoren und dem Finanzsektor etabliert.
Im Mittelpunkt der Konferenz stehen die Themen Impact, Sustainable Bonds, ESG Regulation und Investments.
Freuen Sie sich auf interessante Keynotes und Vorträge – wir haben wieder ein hochkarätiges und dichtes Programm für Sie zusammengestellt.
Weitere Informationen zum Programm und zur Anmeldung finden Sie hier: **www.fs-verlag.de/nga**
Wir freuen uns auf Ihre Teilnahme!

21 SEP.

EBS-KOMPAKTSTUDIUM SUSTAINABLE & RESPONSIBLE INVESTMENTS

Rabatt für BAI-Mitglieder

Oestrich-Winkel

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 siebentägige, 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.
Teil des Curriculums sind sechs spezielle Module für besonders relevante Investorenkategorien, das sind Versicherungen, Pensionskassen, kirchliche Einrichtungen, Stiftungen, Unternehmen und Private Equity Gesellschaften.
Der 5. Jahrgang startet am 21.09.2020. Weiter Informationen finden Sie auf **www.ebs.edu/sri**

29 SEP.

LUXEMBURGISCHE VERBRIEFUNGSVEHIKEL -ALTERNATIVE INVESTMENTSTRUKTUREN FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER

Rabatt für BAI-Mitglieder

Frankfurt

Internationale Investmentstrukturen unter dem weiterhin sehr attraktiven Umfeld in Luxemburg sind für viele institutionelle Anleger von großer Bedeutung. Sie unterliegen allerdings einem sich weiterhin wandelndem Rechtsrahmen, dessen Anforderungen insbesondere aus aufsichtsrechtlicher wie auch aus steuerlicher Sicht eine äußerst sorgfältige Planung, rechtliche Umsetzung und laufende Überwachung notwendig machen. Die Veranstaltung bietet einen vertieften Einblick in die aktuellen Verbriefungslösungen und beleuchtet die wesentlichen Rahmenbedingungen inklusive der jüngsten Rechtsentwicklung. Die Referenten sind ausgewiesene Experten mit langjähriger Erfahrung bei der Gestaltung und Umsetzung von grenzüberschreitenden Investmentstrukturen und bieten durch das interaktive Format des Seminars genügend Möglichkeiten des Erfahrungs-austauschs bzw.

der Gelegenheit von One-to-One-Meetings im Anschluss an die Veranstaltung.

1-2 OKT.

TSI KONGRESS 2020
Berlin onsite & globally online

25% Rabatt für BAI-Mitglieder

Der diesjährige TSI Kongress fällt in eine Zeit von Ereignissen und Umbrüchen mit historischer Dimension. Zwölf Jahre nach der Finanzkrise im Jahr 2008 wird die Welt von einer Pandemie erschüttert, die die Finanzmärkte und Realwirtschaft fundamental in Mitleidenschaft ziehen werden.
In Zeiten der Krise sind die Themen der TSI aktuell wie selten zuvor. Der Beitrag von Asset Based Finance und Verbriefung für die Finanzierung der Wirtschaft sowie der Dialog von Real- und Finanzwirtschaft mit Politik und Aufsicht sind in diesen Zeiten von essentieller Bedeutung:

- Standortbestimmung in der Coronakrise und seiner ökonomischen Auswirkungen auf Finanz- und Realwirtschaft
- Wirkungsweise der Liquiditäts- und Wirtschaftsförderungsmaßnahmen von EZB und Regierungen
- Banken als Teil der Lösung bei der Umsetzung der Maßnahmen zur Liquiditätssicherung
- Folgewirkungen auf den Euroraum, die Kapitalmarktunion und die Finanzmarktstabilität in der EU
- Potentielles Ausmaß und Konsequenzen der Rezession auf Kreditportfolien und Kapitalausstattung von Banken
- Kapitalbeschaffung durch Capital Relief Trades, NPL-Verbriefungen und Verkauf notleidender Kredit
- Anpassung von Banken- und Verbriefungsregulierung und Weiterentwicklung von STS
- Wo bleiben Sustainable Finance und Digitalisierung in der Krise – Repriorisierung und Chancen

Der Kongress wird eröffnet durch den Staatssekretär im Bundesfinanzministerium Dr. Jörg Kukies, zum Thema **“Bestandsaufnahme Krisenmanagement: Status, aktuelle Maßnahmen und die weiteren Herausforderungen für Politik und Wirtschaft“.**
Zur Themenübersicht
Zur Anmeldung

8-9 OKT.

PDI GERMANY FORUM
München

Rabatt für BAI-Mitglieder

We are delighted to be partnering with the leading regional conference focused on private debt investment for investors in the DACH region and wider Europe, the PDI Germany Forum, on 8-9 October in Munich.
With an agenda built by investors, for investors – the forum is a unique gathering place for 200 global managers and local investors to explore how allocations in the region can best provide yield for these shareholders.
Register and save 10%, use your exclusive discount code.
Book now: **https://www.peievents.com/en/event/pdi-germany-forum-2020/**

12-15 OKT.

INFRASTRUCTURE INVESTOR GLOBAL SUMMIT
Berlin

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

Infrastructure Investor Global Summit taking place on 12-15 October 2020 in Berlin is the annual meeting place for the industry's leading practitioners to network and shape the future of asset class. With over 2500+ attendees, 600+ institutional and private investors and $1trn+ capital under one roof – IIGS 2020 promises to be bigger and better than ever.

With four days of unrivalled networking and unique content that you won't find anywhere else – IIGS 2020 should be a fixture in your calendar. **Download the agenda** to find out more.

Consisting of seven specialist forums covering everything from ESG to debt, the Global Summit has something to offer everyone who is involved in infrastructure. If you're serious about infrastructure investing – **secure your place now**.

As partner of the Summit, we're able to offer you **10% off** the final price.

22 OKT.

14. BAYERISCHER STAATSGIPFEL
München

Der Bayerische Finanzgipfel der Süddeutschen Zeitung steht am 22. Oktober in München beschäftigt sich unter dem Motto „Was wird aus der Finanzbranche?" mit den Folgen der Corona-Krise, mit Kulturwandel und Transformation, Plattformen und digitalen Ökosystemen sowie Sustainable Finance. Führende Köpfe der Branche, 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 30. August 2020 für einen Rednerslot bewerben. Diskutieren auch Sie mit!

22 OKT.

INVESTMENTFONDSTAG DER BÖRSEN-ZEITUNG
Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

Die Investmentfondstage, die die Börsen-Zeitung seit 2012 im Gesellschaftshaus des Frankfurter Palmengartens ausrichtet, bieten dem Finanzplatz Frankfurt eine einzigartige Gelegenheit, Asset Manager mit Investoren und Intermediären zusammenzubringen. Sie dienen als Kommunikationsplattform der gesamten Investmentbranche. Besonderes Augenmerk gilt dabei der Marktteilnehmerperspektive.

Beantwortet werden Fragen über Ausrichtung, Chancen und Risiken der unterschiedlichen Asset-Klassen und Nachhaltige Geldanlagen. In Fachvorträgen und Diskussionsforen besteht 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.

22 OKT.

EBS-KOMPAKTSTUDIUM CORPORATE SUSTAINABLE FINANCE

Oestrich-Winkel

Rabatt für BAI-Mitglieder

Ein interdisziplinäres Dozententeam setzt mit dem Zertifikatsprogramm „Corporate Sustainable Finance" der EBS Executive School neue zukunftsorientierte Standards, denn alle Bereiche der Finanzfunktion im Unternehmen haben ausnahmslos starke Bezüge zu Nachhaltigkeitsaspekten.
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.
Das berufsbegleitende Programm dauert 12 Tage und startet mit dem 1. Jahrgang am 22.10.2020. Weitere Informationen finden Sie unter **www.ebs.edu/csf**

11-12 NOV.

PEI RESPONSIBLE INVESTMENT FORUM

London

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

We are delighted to be partnering the leading PEI Responsible Investment Forum, focused on ESG in private markets. The forum will highlight the issues that are at the top of investors' minds such as; impact investment, ESG and climate risk.
Join the eleventh annual Responsible Investment Forum and be a part of a must-attend event for alternative asset professionals with an interest in ESG and responsible investment.
To register and save 10% use your exclusive discount code.
Book now: **https://www.peievents.com/en/event/responsible-investment-forum-europe/**

16 NOV.

PRIVATE DEBT KONFERENZ 2020

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.

AUSFÜHRLICHE INFORMATIONEN UNTER: WWW.EBS.EDU/ES

SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

Kompaktstudiengänge ■ Private Equity ■ Sustainable & Responsible Investments ■ Corporate Sustainable Finance

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 18. Jahrgang: 14. September 2020

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-Studiengang Wealth Management
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau
- Wissensvorsprung für ein stark wachsendes Marktsegment
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände FNG und VfU

Start 5. Jahrgang: 21. September 2020

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
- 12 Tage in 4 Blöcken
- Klausur und Transferarbeit
- Universitätszertifikat: CSF-Advisor (EBS)
- Mit Unterstützung der relevanten Fachverbände DAI, DIRK, FNG und VfU

Start 1. Jahrgang: 22. Oktober 2020

www.ebs.edu/csf

EBS Executive School
Hauptstraße 31
65375 Oestrich-Winkel
Tel.: +49 611 7102 1830
info.es@ebs.edu
www.ebs.edu/es

BAI Diversifikation zählt. · Deutsches Aktieninstitut Kapital. Markt. Kompetenz. · DIRK Deutscher Investor Relations Verband · FNG Forum Nachhaltige Geldanlagen · VfU Verein für Umweltmanagement und Nachhaltigkeit in der Finanzindustrie e.V.

EBS Universität

Investment

Fachwissen für das gesamte Investmentwesen Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der Steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien der Kapitalverwaltungsgesellschaften und der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften

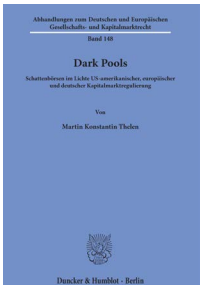
Erich Schmidt Verlag 2020, Datenbank, ISBN 978-3-503-13811-1, Jahresabonnement 35,50 EUR netto/Monat

https://www.investmentdigital.de/

Ob neue Anwendungsfragen durch die europäische Harmonisierung oder praktische Implikationen des zum InvStG (2018): INVESTMENT unterstützt Sie darin, Chancen und Risiken der zahlreichen Neuerungen im Investmentwesen zu erkennen und aktuelle wie kommende Vorschriften rechtssicher umzusetzen.

IHRE VORZÜGE IM ÜBERBLICK:

- **fundierte Kommentierungen** zu KAGB, KAVerOV, InvStG und UBGG sowie zur DerivateV,
- Integrierte Kommentierung von EuVECA-VO, EuSEF-VO und ELTIF-VO,
- Kommentierungen zum **InvStG (2018)**,
- Länderbericht „Investmentvehikel in Luxemburg – handels-, steuer- und investmentrechtliche Grundlagen“,
- **Erläuterungen, Auslegungsfragen, Merkblätter** der BaFin zum KAGB,
- Schreiben der Finanzverwaltungen zum InvStG,
- **weiterführende Materialien** zum gesamten Investmentrecht



Dark Pools - Schattenbörsen im Lichte US-amerikanischer, europäischer und deutscher Kapitalmarktregulierung

Martin Konstantin Thelen

Duncker&Humblot, 2019, Buch (brosch.), ISBN 978-3-428-15812-6, 99,90 EUR

›Dark Pools‹ sind außerbörsliche Handelsplattformen für Finanzinstrumente. Im Gegensatz zu Börsen herrscht dort kaum oder gar keine Transparenz. Die Nutzung eines ›Dark Pool‹ ist vor allem für Investoren mit einer großen Order, sog. Blockhändler, interessant: Indem die Blockorder dem Markt nicht bekannt gegeben wird, können andere Marktteilnehmer nicht strategisch darauf reagieren und den Ausführungspreis beeinflussen. Allerdings werden ›Dark Pools‹ zunehmend auch für die Ausführung kleiner Ordern genutzt. Zugleich handeln viele Betreiber selbst in ihrem System mit.
Basierend auf einer umfangreichen rechtsökonomischen Analyse widmet sich die Arbeit im rechtsvergleichenden Pendelblick den neuen Regulierungsvorgaben im US-amerikanischen und europäischen Kapitalmarktrecht. Dies betrifft namentlich die Neufassung der Handelsplatzkategorien, die Verschärfung der Transparenzvorgaben und die zahlreichen Verhaltenspflichten für Betreiber und Nutzer von ›Dark Pools‹.

Festschrift 25 Jahre WpHG

Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht

Lars Klöhn und Sebastian Mock (Hrsg.)

De Gruyter, 2020, 1202 S., Leinen, ISBN 978-3-11-062738-1, 149,95 EUR

Mit der Verabschiedung des Wertpapierhandelsgesetzes im Jahr 1994 wurde das deutsche Kapitalmarktrecht auf eine völlig neue Grundlage gestellt und war seitdem zahllosen Reformen unterworfen. Die Festschrift 25 Jahre WpHG widmet sich diesen Entwicklungen und geht auf die zentralen aktuellen Herausforderungen ein. Als Autoren konnten für die Festschrift die führenden Vertreter des Kapitalmarktrechts aus Wissenschaft und Praxis gewonnen werden.

- hochaktuelle und praxisrelevante Beiträge zu zentralen Fragen des Kapitalmarktrechts
- führende Vertreter aus Wissenschaft und Praxis reflektieren die Entwicklungen der vergangenen Jahrzehnte und zeigen neue Perspektiven auf

Alternative Investments

Chambers, Donald R. / Anson, Mark J. P. / Black, Keith H. / Kazemi, Hossein / CAIA Association

CAIA Level I

Wiley & Sons Ltd , 4. Auflage März 2020, 928 Seiten, Hardcover, ISBN: 978-1-119-60414-3, 115 EUR

Alternative Investments: CAIA Level I, 4th Edition is the curriculum book for the Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA) Level I professional examination. Covering the fundamentals of the alternative investment space, this book helps you build a foundation in alternative investment markets. You'll look closely at the different types of hedge fund strategies and the range of statistics used to define investment performance as you gain a deep familiarity with alternative investment terms and develop the computational ability to solve investment problems. From strategy characteristics to portfolio management strategies, this book contains the core material you will need to succeed on the CAIA Level I exam. This updated fourth edition tracks to the latest version of the exam and is accompanied by the following ancillaries: a workbook, study guide, learning objectives, and an ethics handbook.

Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht

Assies / Beule / Heise / Strube (Hrsg.)

Carl Heymanns , 5. Auflage. 2019, Buch, 1952 S, ISBN 978-3-452-28992-6, 219 EUR

Parallel zu der Entwicklung des Fachanwaltskonzepts Bank- und Kapitalmarktrecht durch die zuständige Arbeitsgemeinschaft im DAV wurde das Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht mit Herausgebern konzipiert, die zu dieser Zeit im geschäftsführenden Ausschuss dieser ARGE mitgearbeitet haben. Die Themen des Handbuchs entsprechen auch in der 5. Auflage den Vorgaben der Fachanwaltsordnung und sind in einigen Bereichen sogar breiter angelegt als im Lehrgangskonzept.
Auch die 5. Auflage des erfolgreichen Werks berücksichtigt sämtliche Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen im Bank- und Kapitalmarktrecht nebst umfangreicher Rechtsprechung.
Autoren des Handbuchs sind auch in dieser Auflage Rechtsanwälte, die überwiegend Banken und Sparkassen beraten, und Rechtsanwälte, die ausschließlich oder mehrheitlich Verbraucher vertreten. Dem Team gehören auch Syndikusanwälte an, die mit Ihrem internen Knowhow über Abläufe in einer Bank oder Sparkasse und über die Funktionsweise des komplizierten Bankgeschäfts selbst komplexe Fragen anschaulich und verständlich erörtern.

Als Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht benötigen Sie ein Handbuch, auf das Sie sich in jeder Situation der täglichen Praxis verlassen können. Das Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht gibt Ihnen diese Sicherheit mit perfekt auf Ihren Bedarf zugeschnittenen und aktuellen Fachinformationen.
Das Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht ist in Kooperation mit dem im Bereich der Kreditwirtschaft renommierten Seminaranbieter und Verlag Finanz Colloquium Heidelberg (www.FC-Heidelberg.de) entstanden.

Maßnahmen von Unternehmen gegen unberechtigte Short-Sell-Attacken

Dr. Laura Frömel

Nomos 2020, 319 Seiten, broschiert, ISBN 978-3-8487-6778-6, 84 EUR

In den letzten Jahren wurden verstärkt börsennotierte Unternehmen, wie Wirecard oder ProSieben, Opfer von Leerverkaufsattacken, wodurch diese massive Kurseinbrüche innerhalb kürzester Zeit erlitten.
Die Arbeit untersucht solche Attacken umfassend anhand des geltenden Kapitalmarktrechts und leistet einen gewichtigen Beitrag zur Beantwortung der komplexen und bislang nur fragmentarisch behandelten Frage, wie es Unternehmen selbst möglich ist, auf solche Angriffe effektiv zu reagieren und welche Maßnahmen im Vorfeld zu treffen sind. Hierzu werden einzelne Praxisfälle ausgewertet, wobei vor allem die Informationspolitik der Unternehmen im Fokus steht.